全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



WALL STREET TRADER
NEW CLASSICS

华尔街操盘手阅读新经典

识破自己熟视无睹的投资谎言

学会聪明、独立地投资——不要再虚掷宝贵的金钱

投资的弥天大谎

THE BIG INVESTMENT LIE

[美] 迈克尔·艾得西斯 Michael Edesess

投资理财顾问不想让你知道的事情



中国青年出版社
CHINA YOUTH PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218(



投资的弥天大谎

THE BIG INVESTMENT LIE

[美] 迈克尔·艾得西斯 Michael Edesess



中国青年出版社
CHINA YOUTH PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户
理想藏书55/188

图书在版编目(CIP)数据
投资的弥天大谎/(美)艾得西斯著;牛小婧,宋晶,周晓梅译.
—北京：中国青年出版社，2007
ISBN 978-7-5006-7622-5
Ⅰ.投… Ⅱ.①艾… ②牛… ③宋… ④周… Ⅲ.股票—投资—理财
Ⅳ.F830.91
中国版本图书馆CIP 数据核字(2007)第 117612 号

The Big Investment Lie
Chinese translation copyright © 2007 by China Youth Press
Copyright © 2007 by Michael Edesess
Copyright Licensed by Berrett-Koehler Publishers
Arranged With Andrew Numberg Associates International Limited
All rights reserved.
This Translation Published under Licence.

投资的弥天大谎

作　　者：〔美〕迈克尔·艾得西斯
译　　者：牛小婧　宋　晶　周晓梅
责任编辑：古秋建
美术编辑：牛　晶
美术总监：夏　蕊
责任监制：于　今
出　　版：中国青年出版社
发　　行：中国青年出版社北京中青文图书有限公司
电　　话：010-65516875/65516873
网　　址：www.antguy.com　www.cyb.com.cn
制　　作：中青文制作中心
印　　刷：北京凌奇印刷有限责任公司
版　　次：2007年8月第1版
印　　次：2007年8月第1次印刷
开　　本：720×1092　1/16
字　　数：206千字
印　　张：16.5
京权图字：01-2007-2911
书　　号：ISBN　978-7-5006-7622-5
定　　价：39.80元

中青版图书,版权所有,盗版必究

我社将与版权执法机关配合大力打击盗印、盗版活动,敬请广大读者协助举报，经查实将给予举报者重奖。
举报电话：
北京市版权局版权执法处
010-84251190
中国青年出版社
010-65516875
010-65516873

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

前 言

序 言 请问,这是"真实的"世界吗



第 1 部分
你将支付多么高昂的费用

第 1 章 比尔兹敦娘子军 vs.专业人士 …… 015
第 2 章 天价投资咨询 …… 029
第 3 章 对冲基金的收费极致 …… 045
第 4 章 白白浪费的税 …… 057
第 5 章 为什么要把碎金给富人 …… 067



第 2 部分
你将获得多么可怜的回报

第 6 章 为什么专业投资者无法预测市场 …… 077
第 7 章 职业顾问和经理人的惨败 …… 089
第 8 章 瞬息万变的市场 …… 103
第 9 章 金融理财师宣称:"吸我们牌子的烟可以预防癌症" …… 115
第10章 懒惰、贪婪之手和泛滥的数据做坏事 …… 127
第11章 诺贝尔奖赢家的简单法则 …… 139

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章 天下没有免费的午餐 …… 147
第13章 投资天才与钞票 …… 157



第3部分
你是怎样被推销的

第14章 推销大谎言的有效说辞 …… 169
第15章 投资者怎样自欺欺人 …… 183
第16章 对冲基金的运作及销售 …… 195
第17章 顾问和资金经理的机构投资者营销术 …… 211
第18章 鱼龙混杂的金融衍生品 …… 221
第19章 现代商业道德的灾难性大滑坡 …… 235

结　论 聪明投资"新十诫" …… 247
术语表 …… 255

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

依靠投资获得收益、增加财富，这几乎是每个投资者的初衷。当然，投资也的确可以帮助投资人达到他们的目的。然而，几乎所有意兴勃勃的投资人都在不经意间陷入了“投资弥天大谎”的陷阱之中，都在让辛辛苦苦赚到的钱在自己眼皮底下白白流入投资咨询者的腰包。

最为可悲之处在于，人们对此居然没有半点疑义，甚或一丝察觉。

“依靠投资咨询就能够给你带来非常高的投资回报收益”，就是这样一个昭然若揭的“弥天大谎”，却仍然没有引起人们的重视，无论你是刚刚步入投资领域，还是已在投资行业浸染多年。大量的钱财这样轻易地被浪费。

不是作为投资者的你不够聪明，不够细心。而是因为整个投资咨询行业充斥着谎言，他们伪装得几乎无懈可击。

35 年投资行业的经历，我认为自己已经能够对这个行业的大谎言彻底看穿了，也是该做点什么事情的时候了。“弥天大谎”被投资理财咨询业那些衣着高贵、出口成章的人士们坚持了这么多年，也该是让所有人认清他们真实面目的时候了。

真理往往是朴素的，而谎言从来都是眩目的，极具诱惑力；真理也通常是很难被人接受的，而谎言的揭穿是同样难以被人理解和接受。难则难矣，本书就是要给你一个“振聋发聩”的真理。让你认清投资咨询行业抛给你的谎言迷局。

本书在序言之后，分为三个部分和一个结论。第一部分告诉读者专业投资咨询和管理的成本（大大超出你的想象）；第二部分告诉读者专业咨询和管理几乎毫无用处，会用荣获诺贝尔奖的理论来揭示整个投资行业所回避的最好的策略；第三部分告诉读者专业咨询和管理是如何向你推销的。在这一部分中你还会了解对冲基金是怎样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖给富人，传统的资金管理和对冲基金管理是通过什么方式向机构投资者(成本由领取养老金的人和逐利的公司的股民，以及向非赢利性组织捐赠的人承担)推销的。

最后，本书的结论是这样的：坚持简单的投资原则，投资者只要在投资组合中以适当比例植入精选的、低成本的、可用的、复杂的类似"芯片"的投资配置组合，就可以使利润增长达到最大化，并不需要把钱白白交给那些投资咨询人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 言

请问，这是“真实的”世界吗

那是1971年春天，我即将成为一名新鲜出炉的抽象或“纯”(理论)数学博士。

当时我在琢磨着找份什么样的工作。几乎所有“纯”(理论)数学博士都想做教授，但我却另有计划，我想把数学运用到实践中，而不是仅仅教授数学。我对科学技术一直都很着迷，希望能把数学得心应手地运用到这些领域中。

然而“越战”打乱了我的计划。我在战争刚开始的几年中组织过反战集会，但这场战争依然白热化地进行着，好像每个科技公司都介入了战争，几乎所有大公司和实验室都在战争中各司其责，研制着武器配件或脱叶剂原料。战争玷污了那些原本令我跃跃欲试的工作，因为它们仅仅在为一场我根本无法认同的战争效力。

这时，有个同学告诉我芝加哥有个经纪人事务所在“用数学做些有趣的东西”，而我就住在芝加哥。

于是我了去这个叫A.G.贝克尔(A.G. Becker&Company)的事务所参加了面试，并被录用了。当时我想，虽然我一点也不了解股市——甚至连股市是什么玩意儿都不清楚——但我完全可以学习。而且，我掌握的数学知识应该还能让我轻松发财，这有什么不可能的呢？凭我的聪明才智，肯定能掌握在股市中胜出的秘诀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1971 年，我揣着刚拿到的西北大学数学专业的博士学位去贝克尔报到了。刚工作没多久，老板就让我读一些关于股市理论的书。作为公司里唯一的数学博士，我很快就成为首席理论家，我被派去同公司聘请的顾问——芝加哥大学一位名叫迈伦·斯科尔斯(Myron Scholes)的年轻副教授合作(后来他因创立布莱克·斯科尔斯期权定价模型而闻名)。公司还派我参加数量经济学的会议，那里比比皆是未来的诺贝尔奖得主。

然而不过短短几个月，我就开始觉察到有些东西不对劲了。学术发现一是一，二是二，但公司甚至整个行业都对此视而不见。

这就像理论物理学家了解热力学定律，而工程师们却把时间花在制造永动机上——还因此取得丰厚的报酬。

有证据表明，职业投资家的业绩无法超过市场均值，他们对市场价格的预测甚至不如你身旁的出租车司机。

1968 年，一位名叫迈克尔·詹森(Michael Jensen)的年轻教授发表在《金融杂志》(*Journal of Finance*)上的研究表明，由职业基金经理运作的共同基金根本无法超过市场平均水平。他的结论是：

上文讨论的有关共同基金绩效的证据不仅表明这些……共同基金平均而言并不能很好地预测证券价格，不如"买入并持有"策略，也几乎没有证据表明任何单个的基金绩效明显超出纯粹的随机投资。

研究模型显示，高度竞争市场会导致股票价格随机变化，而这种变化不可预测。此后，许多同詹森类似的研究不断出现，有力地支持了他的结论。

当时 A.G.贝克尔拥有世界上最大的免税基金数据库，其中包括养老基金、基金会基金和捐赠基金。这些基金有的由企业，有的由州政府和市政府，还有的由政府机构和联合会管理。其中有些基金数额庞大，换算成今天的标准，资本量高达数百亿美元。贝克尔的专有数据库是现有规模最大的专业管理基金数据库。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我能够进入这个数据库,我也会用电脑编程,于是我用其中的数据检验学术研究的结论。它们都明白无误。我们数据库中证券投资组合论平均绩效还比不上整体买入这个简单策略。更有甚者,证券组合的表现无章法可循——根本无法预计某一年度哪只股票能够在市场上胜出。

尽管有证据表明,人们不可能在市场上胜出,证券公司——乃至整个行业的所有业务依然基于此。公司为出售资讯(这一大堆的资讯正是贝克尔要卖的东西)而说的花言巧语总在向你暗示只要掌握这些资讯就能占据更加有利的位置,在市场上胜出。

推销员们拿着比别人高的薪水,在公司里有着更令人眼热的头衔,他们才不关心在市场上胜出究竟有没有可能呢,他们只关心怎样把产品卖出去。

贝克尔的产品就是我们要卖给基金发起人和基金经理的厚厚一本巨书,书中比比皆是关于基金绩效的数据。信不信由你,1971 年这本书售价在 20, 000 到 30, 000 美元之间,之所以能卖到这个价格归功于一种叫“定向经纪业务”或“软美元”的做法,我将在第 2 章中详述。

一本书卖两万美元。当年这笔钱足够支付一所顶级大学四年的学费加膳宿费了。我想用这个例子告诉人们这一行业令人难以置信的高价位与高回报。

巨额回报催生了一种类似巴甫洛夫条件反射过程的销售说辞,而人们在尝试中发现了销售的诀窍。

科研过程产生一种假设,并用事实检验假设;销售过程则会产生一种说辞,并用市场检验说辞,看什么东西好卖,客观现实——真理——并不一定在考虑范围之内。

我认识的一个销售员可以用听起来极其专业的语言滔滔不绝地说话,停顿时反反复复地碰着拍着谈话者的后背,用沾着唾沫的烟头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戳人家的领带。他说的东西毫无道理，但他还是为贝克尔卖出去一大堆书，还当上了销售经理（销售员被叫做"顾问"，而其实他们不过就是销售员而已）。

我很快就意识到整个行业关心的只是卖什么东西，而并不关心什么是真理或基于事实的真相。作为数学家，意识到这一点令我非常难受，因为我的整个学术生涯都完全建立在发现真理之上，数学家从不关心一条数学证明能不能"卖得出去"。

简而言之，我就像一条离开水的鱼儿。我讨厌整个公司——要我说，应该是整个行业——对真理几乎视而不见。但我也考虑到，好吧，也许这就是商业。连学者本人也不会把学术界——尤其是纯数学这种与世隔绝的学术——当成真实的世界。商界才是真实的世界——而我就置身其中。我决心尽力适应它。

尽力适应意味着：

- 尽力在不影响销售的前提下反其道而行，偷偷探索真理；
- 承认尽管商业语言听起来像某种完全扭曲现实的代码，实际上却是对现实奥威尔式(Orwellian)的直译，商界的所有人都能理解，并能正确诠释；
- 向犬儒主义投降，或蔑视顾客（就像迈克尔·刘易斯[Michael Lewis]在《说谎者的牌局》(*Liar's Poker*)结尾中总结的那样，"顾客就是我们的牺牲品！"）或相信他们太笨了，以致用简的谎言同他们说话而是对他们的一种帮助。

还有一种选择就是离开这一行业。在接下来的职业生涯中，我在去留之间摇摆不定，但我一直努力与潮流做斗争。

一般来说，离开这一行业意味着接受低得多的薪酬。我尝试在科罗拉多一个研究所研究过几年可再生能源，但20世纪80年代初的石油过剩击碎了我的幻想，于是我又回到了投资行业。

我成了一只"孤鹰"。在科罗拉多，人们用"孤鹰"来称呼独立顾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问，他们独自工作、离群索居，与客户通过电子通讯手段和快递方式联系（随着年岁增加，"孤鹰"会变成"秃鹰"）。为机构投资者做咨询时，我运用深奥的数学计算动态资产分配、期权和期货风险对冲、资产一债务模型和最优投资组合。

我还设计了一套测量投资绩效和选择基金经理的计算机系统。这套系统为许多投资公司所采用，从 E.F.哈顿到希尔森·雷曼，到美国运通，到史密斯·巴尼，还有迪恩·威特，花旗集团以及其他一些大公司。于是我发现自己再次坐拥一个关于投资账户绩效的大型专有数据库。我又一次对数据进行了检验，看看专业经理是否能够持续而稳定地比市场表现出色；答案又一次是否定的。

每次重归投资领域，我都会尽力把大量时间留给其他在我看来更重要的活动——主要是非赢利性领域的活动。

最后，我在 20 世纪 90 年代中期成为一个新成立的投资咨询公司——洛克伍德金融集团 (Lock Wood Financial Group) 的创始合伙人和首席经济学家。我们曾尝试一面为投资者运作一种卓有成效的机制，一面坚持真理，但我们的决心在一种已经建立在谎言基础上的行业背景中磨灭了。最后，这个公司在 2002 年 9 月以高价卖给了纽约银行——由亚利山大·汉密尔顿(Alexander Hamilton)创立的大纽约银行。

不久，我接二连三地近距离接触了几次令人难以置信的投资失误（您很快就会读到），它们都是由在其他方面聪明绝顶的人一手酿成的。于是我想该写本书了。本书中传递的信息并不新鲜，以前也有很多类似书籍，但力度不够。如果说书中透出一丝火药味，那是因为其他方法都从来未曾奏效。投资服务要卖出天价，就要维持谎言，谎言依然大行其道。

如今，谎言仍然和 35 年前我在 A.G.贝克尔工作时一样盛行，它们让投资者相信，支付一大笔额外费用给专业投资服务提供商以期在市场中取胜是物有所值的。投资行业的唯一进步只是找到了更好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的、更加有利可图的剥削顾客的方法。

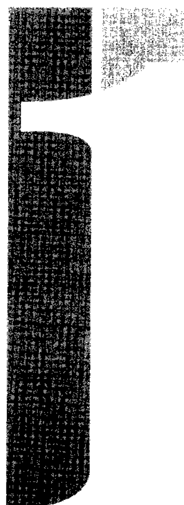
偶尔我会去听关于投资理论和实践的讲演，我为世界变化之小而惊奇。讲演中依然充斥着貌似深奥实则幼稚的数学，演讲的结构如出一辙，开头是毫无根据地愉快地假设许多专业投资者具有在市场上胜出的天赋，那些拥有这一天赋的人很早就能脱颖而出，发挥他们的能力，因此请他们做投资物有所值。

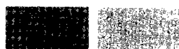
本书将通过讲述有趣幽默的经历和小故事，深入浅出地阐述理论和列举证据来澄清事实真相，告诉人们什么是投资大谎言，它们是如何推销给我们的，以及我们怎样才能避免。本书开头告诉读者谎言出炉和被人们所接受是多么轻而易举的事情，谎言甚至可以随机产生，但把谎言持久地支撑下去则需要做许多市场推广和促销。接着，本书告诉人们谎言的成本有多大，谎言是怎样通过篡改过的数据进行传播的，什么是明白无误的真相，真相是如何在销售过程中被扭曲的，怎样规避谎言，做正确的事情。

谈及这些主题的还有一些其他的书籍，但是这是第一本出自数学家之手的书。这是第一本既借助业内人士的知识，又运用深刻的数学手段揭露谎言腐朽的知识基础的书籍。我告诉读者，尽管整个行业都标榜"复杂的技术"和"复杂的数学"，这一行业借助这些口号推销服务，使收费合理化的举动其实是荒唐、离奇、无意义的。

对我来说，通过这本书，我的投资行业从业经验总算得到了有效应用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





第1部分

你将支付多么高昂的费用

HOW Much You Pay

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章

比尔兹敦娘子军 vs. 专业人士

要是比尔兹敦的娘子军们头脑不那么简单，做事不那么实在的话，本应该能把事情办好的。

20世纪80年代初，贝蒂·辛诺克夫人(Mrs. Betty Sinnock)——一个有着朴素智慧的老妇人组织了一家投资俱乐部，加入俱乐部的还有这个6,200人的伊力诺伊小城比尔兹敦的其他15名妇女。她们把自己的俱乐部命名为“比尔兹敦商业和专业妇女投资俱乐部”。

她们定期碰头研究公共公司，并从中选择一些做投资。她们加入了一家投资俱乐部组织——全国投资者社团协会(NAIC)；研究股票，寻找稳定增长的公司；认认真真地储蓄、投资，并每年向她们共有的有价证券投入4,800美元。

她们坚持买自己所熟悉的公司的股票。若其中某个人参加俱乐部聚会时说她看到沃尔玛门前停着许多汽车，大家就去买沃尔玛的股票。若大家觉得某个成员参加聚会时带来一些“好时拥抱巧克力”口感不错，就会决定购买好时的股票。

到1992年，她们所持的股票累积起来已经达到相当的规模，一举成为全国投资者社团协会中最大的投资俱乐部之一。比尔兹敦娘子军们的原则和她们的辛勤劳动有了回报，她们不靠专业咨询师，全凭自身努力取得了成就，对自己的成就深感自豪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

她们与人们所熟知的狡猾投资者形象大相径庭，她们那些充满人情味的故事又是如此精彩，吸引着媒体的眼球。她们还曾在哥伦比亚广播公司的全国性电视节目“今早”中露面，表现得相当不俗以至于被要求返场。

接下来发生的就可以载入史册了。如一份观察报告所言，“比尔兹敦娘子军们的麻烦源于偏离舒适区去迎合快节奏、对数字如饥似渴的媒体。

用资深合伙人贝蒂·辛诺克自己的话说就是：“1991 年哥伦比亚广播公司“今早”节目的一位制片人打来电话说他准备为我们俱乐部制作第二期专题节目。他们希望我们在 1992 年 1 月 2 日的节目中露面，他们还想了解我们的年回报率，以及我们和道·琼斯相比孰优孰劣。”

为满足他们的要求，俱乐部购买了全国投资者社团协会的会计软件，并征得全国投资者社团协会同意，在他们的银行里使用这一软件，因为辛诺克夫人自己没有电脑。

最后，辛诺克夫人把数据录入电脑，等到读出结果时，她发现俱乐部在过去十年中年均回报率为 23.4%，而比道·琼斯用得更多的标准普尔 (S&P 500)一年才赚 14. 9%。

比尔兹敦的娘子军们比股市每年多赚足足 8.5 个百分点。

对出版商来说，贝蒂·辛诺克用全国投资者社团协会会计程序计算出的 10 年中 23.4%的回报率不啻为梦寐以求的特大封面新闻。

纽约的一个书商让这些女士出一本关于俱乐部的图书。这本名为《比尔兹敦女士常识投资指南》(*The Beardstown Ladies' Common Sense Investment Guide*)的图书立马走红，很快就被译成七种不同文字出版。此后又有四本书相继出炉，外加几盘录音带、大开本出版物和一盘录像带。这些书以“比尔兹敦妇女 23.4%年度回报率”这样的黑体大标题吸引读者眼球。这些妇女们从前做梦也没想过能去这么多地方旅行。她们津津乐道地向他人传授秘笈，鼓励她们攒钱、学习投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资；她们频频出现在新闻中，那些充满人情味和令人肃然起敬的故事就发生在她们身上。

贝蒂·辛诺克说：

电视台的人让我们为一个四分钟的节目坐飞机赶到纽约或加利福尼亚。我们这些小城市的人别提有多激动了，还带着些疲惫与惊奇。

1994 年 12 月，菲尔·唐纳修(Fhil Donahue)领着 13 名妇女和我们的经纪人飞往纽约出席他的一个书刊首发式。这些妇女中有 6 位从未去过纽约，有两个 70 多岁的老妇连飞机也从未坐过。真是奇妙的经历。

乘坐专人驾驶的豪华轿车四处出游时，我记得自己心里嘀咕着，“我们可不这样花钱”……

按照日程安排，我们连续 14 天每天去一个不同的城市，这是这本书推广计划的一部分。我们每天都接受几场印刷媒体和广播电视媒体的采访，简直让人筋疲力尽……我一周有将近 4 天花在旅途中……

随着演讲到场听众逐渐增加，我们逐渐开始接受发生的一切。有一次史密森尼出版社让我们参加她们的一个活动。记得每次和史密森尼的人座谈，谈话地点都会有所变动，因为他们需要更大的场所容纳到场听众。最后一次我们去了华盛顿大学的礼堂，有 1,500 人预定了座位。

第一次，我尝到了做名人的滋味。

这些都是 23.4%的年回报率带来的。

当我在新闻里听到这个消息的时候，我觉得这个数字有错——但不是因为比尔兹敦的娘子军没有投资经验或没有经过投资方面的训练。不，我之所以认为这个数字有误是因为我了解在投资领域，无规律可言和炮制而成的数字有多么猖獗。容易上当受骗的大众和迎合他们的大众传媒轻信投资奇迹，他们常常不假思索就生吞活剥下这些虚幻而诱人的数字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1995 年 3 月 2 日，因报道谨慎、实事求是著称的《纽约时报》却对比尔兹敦娘子军面面俱到地做了长篇报道，报道毫无客观性可言，其中不止一次引用了她们高于 23 个百分点的投资壮举，还附带了一份“雪莉的股市松饼——必涨无疑”的烹调方法。

要是《时代周刊》的编辑如今重温这篇报道定会羞愧难当。但 1992 到 1998 年那会儿比尔兹敦的娘子军们的确红极一时。关于她们的书籍和音像制品销量数以百万计；投资俱乐部中广为传颂着她们的成就；她们俨然跻身世界著名投资顾问之列。

1998 年，一个叫谢恩·崔什(Shane Tritsch)的芝加哥记者在准备动笔写篇关于比尔兹敦娘子军的吹捧文章时突然心生怀疑。令他起疑的是《比尔兹敦女士投资指南》平装版版权页上印刷精美的免责声明，这份免责声明中写道，“书中提及的‘回报率’与共同基金或银行的回报率计算方法有差异。”

在比尔兹敦女士们自己的要求下，普华永道会计师事务所对她们的投资回报率做了一次独立审计。审计结果表明她们过去 10 年的投资回报率并非 23.4%，而仅为 9.1%——比标准普尔 500 指数低将近 6 个百分点，而不是高。

这一消息在有经验的股市和财经媒体观察家眼中本不算什么新鲜事，但比尔兹敦娘子军作为投资大师的声望显然大打折扣。当然，这一错误是无心而就的。贝蒂·辛诺克说：

1992 年，俱乐部出钱购买了全国投资者社团协会会计软件，同时全国投资者社团协会允许我在银行的一台计算机上使用这个软件，因为我自己没有电脑。我以 12/31/91 为格式输入数据，以为这种输入方法可以让我们计算出前 8 年的回报率情况。所以，当电脑上显示我们成员 1993 年年回报率达 23.4%时，我就将其误认为是前 10 年的情况了，于是我把这个消息告诉了其他妇女和最近刚制作完的录像的制片人……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于是我们知道了23.4%只是两年的回报率，而不像我们一直所认为的那样代表最初十年的情况。

辛诺克夫人发表了一份声明对这一错误进行解释，她在声明中补充道，“比尔兹敦的女士们真的非常，非常抱歉。”

媒体适时地披露了这一错误。《时代周刊》以“把比尔兹敦娘子军投入大牢”为题发表了一篇讽刺文章，出版商也撇下她们而去。但很显然这些妇女并不是完全为强化她们的声望和推销书籍而故意不怀好意地合伙传播错误的数字。尽管她们的壮举主要是由错误导致的，但这并不是一个蓄意的、有预谋的、明知故犯的错误，而是一个无心而铸的错误，又被轻信的大众和媒体立即舔得一干二净。

接下来如我们所料是一片啧啧声，尽管声音并不大，意味着事情又步入正轨。当然，像比尔兹敦娘子军这种彻头彻尾的门外汉并不可能真正在市场上胜出，也不可能与华尔街的职业投资者抗衡。奇怪的是这个问题无人关注，很少受重视，根本就是无视，尤其是在投资顾问自己看来，这似乎像是一种职业性的礼貌，或仅仅是对一群白发老妇表示善意和敬畏而已。

事实上，导致投资行业沉默，甚至连“我告诉过你什么”都荡然无存的另一原因是包括投资咨询师群体、投资经理、投资顾问、投资评论员以及其他各路投资“专家”在内的投资咨询行业的需要，他们永远需要把公众的注意力从他们的真实面目上转移开来。

1998年3月，比尔兹敦事件面纱褪去之后，不定期出版的网上投资评论刊物《彩衣傻瓜》(*The Motley Fool*)的创办人汤姆·加德纳(Tom Gardner)在刊物的网站fool.com上贴出一则恰如其分的评论。加德纳针对美联社发表的一则题为《比尔兹敦投资者：你的名字是骗子》(*Beardstown Investors Called Frauds*)的文章写道：

在过去的五到十年中，85%到95%的共同基金绩效低于市场均值，但我们连一篇题为《共同基金经理：你的名字是骗子》这样的文章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也没看到过。这甚至像他们的广告一样遮掩了他们手头的基金相对指数基金的真正潜在价值(扣除所有成本和税收之后)。管理共同基金的那帮人也准备雇用外部审计师对它们的产品在过去十年间的税后回报率进行审查,并将结果公之于众吗?(我已经做好准备从现在开始屏住呼吸了,可以停的时候希望谁能提醒我一下。)

比尔兹敦娘子军们（她们无心而铸的谎言在她们自己的要求下暴露在大众面前,一举断送了她们的事业)的欺骗行为幼稚、直白、没有心机，同她们相比，投资咨询和管理行业的骗术则经过了精心策划,由华尔街制造,在麦迪逊大街包装过,效果超凡出众。

不幸的是，比尔兹敦女士们传达出的真实讯息——她们为人们树立的具有自立、严格储蓄和节俭美德的榜样却在一片混乱中被忽略了。对好奇猎艳的公众和媒体来说，这些美德必须与些许贪婪相伴。比尔兹敦的女士们在最后关头因为不够贪婪而失败了,她们本不致如此的。

如果她们能像投资咨询行业的人那样更圆滑世故,更通晓事理,更狡猾,本可以像一朵惑人的玫瑰那样脱颖而出的。她们可以迅速承认错误、迅速道歉,然后很快地继续下去,强调那些她们确实在股市胜出的年头。她们可以用那些年中投资方法“失常”之类的理由来解释表现不佳的原因。这样出版商就不会甩掉她们了,她们仍是人们眼里的投资大师,可以跻身真正的专业投资家之列。

投资大谎言

比尔兹敦娘子军的传奇在投资大师年谱中也许像是一种离经叛道和奇闻轶事。但实际上并不是什么离经叛道,也并不奇怪。相反,这很典型。几乎每个富有的职业投资人都有他们自己的成功之道,一种自信的气质,外加错误百出或精挑细选过的数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几乎没有什么生意兴隆的职业投资者把成功建立在为顾客获取更高的投资回报率上，他们只是从蒙在鼓里的顾客身上榨取高得离奇的费用。

对其他行业来说也一样，专业咨询究竟有没有价值值得怀疑。一大堆毫不留情的关于律师的笑话已经让我们看得很清楚了，很多人都认为律师通常成事不足败事有余，还多收顾客钱。即使是在医疗行业，医生自己也承认他们的医疗仅能在少部分情况下真正发挥作用。

然而，还没有什么其他服务行业像投资行业这样让顾客为专业咨询和协助如此显而易见的错误付费。更有甚者，顾客还为这种彻头彻尾的明显失败支付比看医生、接受治疗、接受法律服务或者任何其他专业咨询贵得多得多的费用。

投资咨询和管理行业中有一大堆形形色色的咨询师、经理、财务分析师、经理、保险精算师、会议管理员、记者，以及出版商、作家、写手、小报发行员、计算机系统开发员，还有一群不计其数的顾问以及顾问的顾问。

仅在美国一国，规模庞大的投资咨询和管理行业每年的总收入就超过两千亿美元。这一行业的全部财务支持都来自投资人的资产。

投资咨询师或资金经理分别或者同时（通常是同时）为投资者服务时，他们最后一般会接连向投资者提供两种投资策略。

其一是一种可靠、简单、成本低廉的投资策略，投向股票和债权组合。这种策略从长远来看几乎可以确保的正回报。

第二种策略非常有技巧地、几乎天衣无缝地覆盖在第一种策略之上，这是一种赌博式的策略，预期回报率为零，而为此向赌场经营者支付的成本足以与拉斯维加斯任何一场赌局相媲美。

绝大多数咨询师和经理不仅会在推荐第一种策略的同时推荐第二种策略。打个不客气的比方，把这两种方式合为一体推销，并为此收取大量费用无异于从小孩子手中抢糖果。多数投资者——令人奇怪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是，即使是那些非常富有的投资者——似乎也完全没有意识到他们支付了多少钱，也没有认识到他们一无所获的现实。反之，他们却认为自己得到了相当有价值的东西，无视一切显而易见的已知证据。

职业投资者群体托了被我称作“投资大谎言”的福才使这种局面得以维持。投资的弥天大谎是那样厚颜无耻、无处不在，出口时那样理直气壮，即便面对自相矛盾的证据，人们也不会相信假如这不是真的，还有人会如此肯定。一旦弥天大谎弥散开来，就会为人口口相传，使谎言越发逼真。

大众投资者已经被大谎言愚弄（而且自欺欺人）很长时间了，职业投资咨询和经理为这一谎言提供了强大的支持。正如臭名昭著的纳粹德国前领导人所言：“谎言的大小是决定谎言是否能为人所相信的关键因素，因为大多数国民从内心深处来说是因受蒙蔽，而不是有意识或者有预谋地做坏事的。他们头脑的简单、粗陋使得他们更易成为大谎言，而不是小谎言的牺牲品，因为他们自己就经常撒些小谎，却羞于说弥天大谎。”

诚然，一个国家的民众并不像他所认为的那样简单粗陋，然而他对大谎言本质的把握却不无道理。戳穿弥天大谎比小谎言容易，因为绝大多数人并不说大谎。因此，如果让人从相信一大群貌似权威的人说的是真话还是相信它是离奇的弥天大谎中选择的话，大多数人都会选择前者。

因此，要戳穿弥天大谎，就需要发动一场浩大的信息战。这场信息战必须接二连三地打下去——因为大谎言跳跃着要搭乘通向更大、更虚无缥缈的谎言的语言飞船，而真话则被甩在后面，连靴子都还没来得及穿。

如果投资者对几个投资顾问做访谈的话，就会发现他们说得都差不多。他们会谈及“资产分配”和“选择最佳资本经营者或者共同基金”的过程。他们也许会谈及“成本平均法”，也许还有“趋均数回归”、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"有效边界"、"均值方差分析"和"获诺贝尔奖的技术"——所有这一切都笃定能把顾客搞得晕头转向，为投资大谎言推波助澜。

当你从同一行业几个不同的成员口中听到同样的话时，而这些人又都披着光鲜的外衣，在豪华的办公室里工作，你也许会认为这些话的背后有坚实的事实、理论和证据支撑——在你让好几个医生为你看病后也同样会这样认为。没错，的确有一堆理论和证据，但是几乎所有的理论和证据都向你暗示应该运用策略 1 这一简单的策略——永远不要用策略 2。

策略 2 是咨询师和投资经理加上的，这样他们就能够得到优厚的酬劳。就像一个电脑商店以高价卖给你电缆，用来搭配你自认为买得很划算的打印机。同样的，也像他们试图卖给你的维修保险合同，因为他们可以在这上面大赚一笔，而打印机本身并不怎么赚钱，因为价格战已经使得这种商品的价格跌入了谷底。

类似的，在投资咨询和管理行业，咨询师和经理在基础投资产品上添加他们可以让你付钱的东西。但这钱付的！在你购买打印机后又要买电缆的时候，你也许得为此多花十五美元。但是这些附加的毫无价值的投资咨询和管理会让你花上数以万计、十万甚至百万计的美元。投资咨询和管理行业正试图向你推销一个 1,000 万美元的大型主机——主机对你来说几乎毫无用处——你需要的不过是一个 499 美元的手提电脑。

大谎言在持续不断的广告弹幕中延续下来。典型的是一本精美杂志上展开在两页纸页面上为大经纪公司或者大银行所做的广告。广告上会出现一个身着套装、仪表堂堂的男人，鬓角灰白（现在有时也会是女人），他看起来就像来自决策层（而他实际上并不是公司的雇员，而是一个职业模特），他的模样昭示着"我了解我们的生意。"

但那种了解一切的外表不过是看起来像是了解一切一样……其实他们除了怎样推销费用高昂的服务什么也不了解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种伎俩在资本主义经济中并不奇怪，人们也不以为耻。公司不过是在按章办事：出售产品，不论产品是什么，力图使利润最大化。

但是顾客做的并不是他们所应该做的事情：尽力使成本最小化。投资咨询和管理行业的顾客被投资大谎言弄得如此糊涂，如此不能自拔，以致他们似乎对成本几乎完全无动于衷。他们会为寻找可以节省 50 美元的最便宜的机票上网搜索好几个小时，却意识不到他们在昂贵而无用的投资咨询和管理上浪费了 50,000 美元。近些年来，尽管越来越多的证据表明专业投资经理对货币的管理丝毫未带来增值，投资经理收取的高昂费用却有增无减。支付这笔费用的是投资人，显然他们并未意识到成本。

我认识的一位专业投资者，一个大投资公司的老总把投资者支付这笔费用归因于一种他称之为“障目法”的东西。如果您是一位投资咨询师或经理，或者是投资行业多如牛毛的经纪人中的一员，你就会选择一种表述方式使费用看起来很少，一般是把费用说成占资产百分比的一“小”部分。投资者会二话不说地应允这些“小”费用，因为他们都认定将资产一部分用来支付咨询的成本肯定物有所值。

不过，有证据毫不含糊地表明这是错的。这根本不是什么秘密。媒体广为宣传，写作自助投资参考书的出色作家，如简·布莱恩特·奎恩、安德鲁·托比亚斯，还有许多其他人都指出了这一点。公众对事实的认知昭示着建立在低成本投资之上的共同基金产业的成功，但仍有太多人为投资咨询和管理支付了高昂的费用。尽管信息已经传递出去，但还没能深入人心，投资大谎言利用的恰恰是这一点。

在昂贵、光鲜的专业投资行业中漫步时，你也许会瞥见陈旧的、故作深沉的文章，仿佛是由知识渊博的专家构成的精英群体的话语。例如，这几期的《机构投资者》(*Institutional Investor*)杂志以及类似的杂志就登载了关于“可转移阿尔法策略”、“把您的阿尔法和贝塔分开”和其他内容晦涩难懂的文章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过尽管这些神秘的文章向圈内外同时散布自以为是的消息——“我们这些圈内的人聪明，而且能力相当强”——实际情况却是投资专家还比不上一群猴子的随机投资。

投资的弥天大谎类似20世纪50年代烟草公司通过广告而延续的大谎言。为了同越来越多的吸烟有害健康的证据相抗衡，香烟公司推出了身着实验室白大褂的男人吹捧公司香烟品牌的电视广告。烟草公司负隅顽抗了几十年，做了无数广告之后，这种“医生”战略终于在负面医疗证据的轰炸下化为灰烬。

但投资大谎言的策略依然创造着奇迹。投资行业不存在类似国家食品和药品管理局（FDA）那样的机构对投资咨询公司话语中含义的真实性进行严格考察。一旦投资咨询和管理公司所暗示的东西需要像新药一样通过统计测试，那么很少，甚至根本没有投资咨询公司能够通过注册。

但是由于糟糕的咨询和投资管理并不会对你的健康构成危害，而仅仅危害你的财务状况，它被视为消费者，而不是政府需要关注的事情，也许不无道理吧。政府会保护你免受投资咨询和管理行业某些明目张胆的欺诈行为的危害，却不会通过类似医药许可的程序来保护甚至告诫你避免一种成本高得离谱却毫无效果的疗法。

在投资大谎言面前，投资者也并非完全是清白的受害者。一夜暴富、发现致富秘诀的诱惑足以让顾客蠢蠢欲动地加入这场自欺欺人的游戏。也许投资咨询和管理行业的顾客的心里话正如《欲望号列车》（*A Streetcar Named Desire*）中的布兰奇·杜波依斯（Blanche DuBois）所言：“我不要现实——我只要魔术！”

投资行业多多少少迎合了人们这一意愿，没有令他们失望。业内的“专业人士”就像医生一样炮制了听起来头头是道的理由，说明为什么他们有烟瘾的病人应该继续吸烟。他们的广告向人们暗示明智的投资者会利用专业服务，但是真正明智的是对昂贵而误导人的服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务“简单说不”——并且，我还要在后面的章节中说明，明智的程度你都难以想象！

典型的投资者——购买热门共同基金的人或收费昂贵的咨询师的顾客，咨询师告诉他们可以提供高明的投资服务——想要不劳而获。他想开辟一条致富的旁门左道，一条能让他某一天一睁眼就成为富翁的道路。

你也许会觉得奇怪，但是确有此路，只是它的好处让希望找到比别人更好、更富有的途径的投资者践踏了。多样化、低成本、低税收的股票和债券投资本应使大多数勤勤恳恳省钱并做投资的人在一段时间之后变得富有。但现实却是——由于投资者贪得无厌——他们让投资咨询师和管理者变得富有，而他们自己只是差强人意，有时甚至很糟。

粉碎投资的弥天大谎关键要靠投资者。他们必须放弃高成本的赌博的诱惑，并意识到赌博不仅不会使他们富起来，反而很容易使他们愈加贫穷。他们必须对告诉他们可以当市场赢家，或者没有时时刻刻、面面俱到地告诉他们服务成本的投资咨询师保持高度警惕。

尽职尽责的专业投资咨询师应该让投资者从一夜暴富、做市场赢家的思维方式中醒悟过来，告诉他们只要不再去找那个财富圣杯，事情就会简单许多，咨询师也不应该因为告诉了投资者这个赤裸裸的现实而让他们支付过多费用。

在投资咨询和管理行业鲜有好的、正派的人和公司只收取合理的费用，诚实并有理有据地告诉你什么能使投资增值，什么不能。假如你认为有必要请一个个人顾问，这本书可以为你提供帮助。但我同时会告诉你其实你并不需要找投资顾问，最聪明的投资策略是如此简单明了，你自己就可以做到。本书会告诉你该怎么做。

本书并不想控诉整个投资行业或使它蒙耻。无论好坏，投资行业的所作所为与资本主义经济中一般商业活动无异：发现什么赚钱，然后就去赚钱。他们不可避免地要寻找让消费者掏钱的促销手段。只要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不与宽泛的法律规定明显抵触，他们就有权继续活动。如果消费者接受了销售说辞，购买了产品，卖主就只能假设他们以顾客愿意支付的价格向顾客出售了他们想要的东西。

要强调的是，本书的目的并不在于呼吁出台新的法律或规章，尽管让资金管理行业发布更多客观准确的统计信息也许不无裨益。

不，信息灵通的消费者完全能够适当制约一个无赖的行业。本书的目的在于揭露投资大谎言，并借此启发投资服务业的消费者。本书中所涵盖的信息并不鲜见，却依然淹没在投资大谎言之海中。“你需要专业投资咨询和管理”这一声音节奏分明地打着鼓点，掩盖了相对微弱得多的揭示真相的声音。为什么？当然是因为出售昂贵的咨询和管理比揭露投资行业成本高昂、无助于增值的事实真相赚得钱多得多。

我会告诉读者那些理应更大声地揭示事实却在很大程度上被现实，甚至是投资行业的糖衣炮弹巧妙驯服的两类专业人士：财经记者和财经学者。

写本书的目的是要动手滚一个交流的雪球，雪球中融入财经记者和财经学者的声音以及其他一些声音，直到雪球大到足以同投资大谎言相抗衡。因此，也许这本书会把投资咨询和管理行业的收益和规模降低到合理的程度，同时，它也许会将一些聪明的人从金色绷带中解放出来，让他们去从事更有建设性的工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章

天价投资咨询

我的表弟鲍勃在一个美国的中等城市当口腔医生，几年前他告诉我有人想向他推销投资服务，他想征求我的意见。

他那个城市有位女士是一个国家级大型投资经纪公司驻当地的顾问，她定期给他打电话，想说服他把养老基金上的资产投入她公司的财产管理项目。鲍勃对这一推销活动似乎有些动心，他在考虑把养老基金资产——当时大约有100万美元——委托给经纪公司进行咨询和管理。但是他知道我可能会提出异议，他想知道我是怎么想的。他还知道我和那位女士的经纪公司有业务往来，他觉得我会有兴趣了解这些电话里谈了些什么。

首先，我告诉鲍勃千万不要向经纪公司里的任何人透露我告诉他的情况。因为当时我和那个公司之间有很大一笔生意，公司的咨询部门广泛应用一种昂贵的计算机系统，而我在其中占有百分之五十的合伙份额。我同那个有生意往来的公司的雇员，经营咨询部门的人关系很好，并且很喜欢他们。估计那个追求鲍勃的女士就在这个部门工作。我既不希望让他们知道我别有用心，也不想把一条毫无价值的建议告诉我的表弟。

鲍勃这个问题我回答得很仓促，考虑也不周全。我告诉鲍勃如果他雇用了这位女士和她的老板，到退休之时，养老基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会比不雇他们少得到 100 万。

这以后没多久我就觉得有些不对劲，因为我未经任何真正的计算就对一个涉及数学事实的问题仓促下结论。我不假思索地脱口而出 100 万这个数字，以此引起鲍勃的注意。不过我接着又回过头去仔细地计算了一下。

结果表明我错了，我漏乘了 3。事实是聘请经纪公司比不聘他们要少得 300 万美元。

下面我算给你看。鲍勃的养老基金当时大约有 100 万，约 20 年以后向退休人员支付养老金时，不仅要付给鲍勃本人，还要付给他的合伙人——另一个口腔医生——外加一个前台和几个助手。

合理的假设是今后 20 年里每年在养老基金中存入大约 100,000 美元。在长期证券组合中，人们偏好向股票倾斜，8%的年度收益率曾经是——现在也是——合理的预期。

计算过程至少对那些熟悉复利公式的人来说很简单，用常用的手掌式财务计算器简单地计算一下就可以得出，按照 8%的回报率计算，鲍勃的养老基金在 20 年后会增加到约 960 万美元。

现在让我们减去经纪人事务所和公司里投资经理要收取的费用。当时经纪人事务所征收的总费用一般为每年 2.5%。在投资中大多数东西都不可预测，但是费用却完全可以预测。

8%减去 2.5%还剩 5.5%。再计算一遍，我们会发现在 20 年中，以 5.5%的增长率计算，同样的资产和储蓄会增长到约 660 万美元。

不包括费用是 960 万美元；除去费用之后是 660 万美元——两者之间相差的 300 万美元是可以预测的。

如果你觉得这个数字不过是虚构的——不过仅仅是种假想的可能性而已，就像说“如果我 1986 年向微软投资 1,000 美元我现在就有 200,000 美元”一样，记住真正拿到这笔钱的是经纪人事务所。而这笔钱恰好会出自鲍勃的账户。经过 20 年，我表弟向经纪人事务所支付

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的费用累计会达到 300 万美元(见图 2-1)。他将近 1/3 的资产,将近 1/2 的投资收益都付给咨询师了。

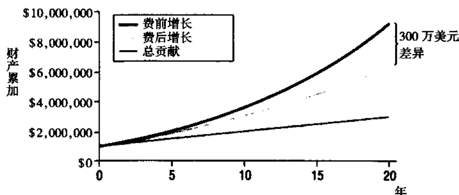


图 2-1 鲍勃财产累加费前及费后统计

听起来 2.5%的费用似乎并不多，但 300 万美元的确是一大笔钱,而这就是 2.5%的费用累计而得的。现在,对于经纪人事务所和其他类似的公司之所以能付得起那些豪华杂志上两页整栏广告和向我们狂轰乱炸的电视广告费用的原因,你还疑惑不解吗？即便如此,他们还有很多剩余的钱用来租赁城市中最昂贵地段的昂贵办公室,负担奢华的旅行,开昂贵的会议,向最佳销售员颁发价格高昂的奖品,他们还有高得离谱的福利。所有这一切花的都是你的钱,这些好处都是他们推销服务所带来的。

人们没有意识到资产的 2.5%是一个可观的数目也情有可原。毕竟,股市的回报率波动实在太大,年和年之间的回报率差距可能高达 10%、20%、30%甚至更多。同这些相比,2.5%又算得了什么呢？但 2.5%的财产在费用中流失无疑是一大浪费，而其他的波动从长期来看达到了均衡,也不可预测。

当然,卖点在于买家这一方,假设投资咨询和管理带来的增值会大于成本。这就意味着要值这个成本的话,它每年平均起来应该比鲍勃仅仅把钱放在成本最低的替代品中增加高出 2.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我要在这本书后半部分告诉读者的是，投资咨询和管理的年增长还不到2.5%，甚至还差得很远。实际上，证据清楚地表明老练的经纪人事务所代表在向我表弟鲍勃推销的投资咨询和管理，丝毫无助于提高他的投资绩效。

投资经理一般分两大类。那些努力超过市场均值的叫主动型经理。咨询师们一般推荐成本高的主动型经理。那些选择股票时并不为了超过市场均值的人被称为被动型经理。他们管理被动型产品，这类产品中主要代表就是指数基金。

我推荐鲍勃用他的养老基金资产投资一种总市场指数基金，当时的费率大约是约0.2%。(指数基金和它们的姊妹产品交易型开放式指数基金，即ETF，现在费率为0.1%甚至更低。)购买这些产品时，他除了每年支付0.2%之外就不用再支付其他费用了。我不太确定后来他是怎么做的，但我希望他接受了我的建议。我为他节省了300万美元，但并不期望回报，也没伸手向他要一分钱。这不仅因为我们是一家人，也因为为这么简单的建议索取很多钱让人难以启齿。然而，我表弟为我女儿免费拔了智齿，做这个口腔手术他一分钱也没收。

经纪人佣金趣史

投资行业费用过高一直是个大问题。有人可能会辩解说收费过高的现象以前比现在更糟。的确，在很多方面的确如此。但上一代人中的股民也比现在少得多。而且随着时间推移，增值少得接近零的证据也越来越多。

大约30到50年前，多数投资咨询服务都是由股票经纪人进行的。他们收取的费用来自购买或出售个股所得的经纪佣金，或者附加销售费用的共同基金佣金。购买和抛售股票的佣金费率比现在要高得多——高10倍以上。由于购买和抛售股票和共同基金的收费是经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪人唯一的收入来源，他们这种收费被称为“以交易为导向的”。为了收取费用，股票经纪人自身也得以交易为导向——也就是说，他们得让顾客频繁地买入、卖出，把他们的证券组合“搅动”起来。

搅动证券组合促生了高额佣金，导致了证券组合亏损。这是“投机”而不是“投资”——投资是由于看好公司的远景，为获得长远利益而坚持向一个公司投资；而投机则很浮躁，企图一旦攫取大量利润即刻开溜。

“五一”节

1975年5月1日以前，由其成员经纪人事务所经营的纽约股票交易市场(NYSE)专营股票交易业务。它只允许成员公司进行股票交易。它要求所有进行交易的股票经纪人收取固定的、高额的佣金。NYSE声称佣金比率的竞争会对这个行业造成破坏。多年来，政府监管部门——证券及交易委员会(SEC)一直赞成实行固定比率。

经纪人事务所无法在价格——也就是佣金率——上竞争，于是它们就通过自身或第三方提供额外服务进行竞争。额外服务通常以“定向经纪业务”或者“软美元”形式收取费用。也就是说，顾客要购买一项服务，比方说一份研究报告，经纪人事务所就会要求顾客进行一些证券交易。隐藏在昂贵的交易佣金利润之下的是服务成本。

这就是我第一份工作的雇主——贝克尔的一本满是数据和图表的简单的书能卖出天价的原因了：向公司养老基金收取2万美元，而向资金管理公司收取的则高达3万美元。贝克尔的顾客无论如何都得向经纪人事务所交纳交易佣金。贝克尔试图将这笔费用中附加的额外服务作为同其他经纪人事务所竞争的卖点。

由于整个软美元体系变得相当混乱，充斥着利益矛盾，固定佣金率最终被废除了。NYSE竭尽全力反对固定佣金率，因为它的成员事务所在固定费率下有太多钱可赚，他们想利用这种体制维系他们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特权小团体。但是，1975年5月1日SEC最终大获全胜，固定费率被废除。因这一天发生的事件(但同时也是由反对力量虚构的对苏联的奥威尔式称呼)而得名的“五一节”在业务的性质由以交易为导向转变为其他的方式的过程中起着重要的作用，新的业务方式开始时在很多方面都表现出较大的优越性。

股票交易的更低经纪费用

废除固定佣金以后，出现了类似嘉信理财(Charles Schwab)这样通过大大降低佣金率在经纪人事务所业竞争的折扣佣金。股票交易的成本大大降低。

“全面服务”经纪人宣称他们高昂的收费是合理的，因为它们的服务不仅包括股票交易，还包括向顾客荐股，告诉他们什么时候买，什么时候卖。经纪人向顾客们暗示它们能够通过炒股建议使顾客的有价证券组合增值。

但是长久以来人们始终怀疑经纪人的建议实际上增值有限甚至根本没有增值，因为有一大堆传说的证据和一些统计证据。所以，许多顾客不再用折扣经纪，而是开始自己决定股票策略。

当然，全面服务经纪业务想要顽强地生存下去。为查尔斯·施瓦勃(Charles Schwab)和他创立的折扣经纪人事务所嘉信理财做传的约翰·卡多(John Kador)对这一抗争有一段有趣的描述：

当嘉信理财把交易费用降到29.59美元的时候，财富杂志记者卡特琳娜·布克偶然在美林集团一个经纪人处听到他和一名顾客在电话中的谈话。下面就是布克报道的美林集团这个经纪人的原话。为了好玩，我猜测了一下电话另一端的人在说些什么。对话也许是这样的：

美林经纪人：“简直令人难以置信。突然之间就有29.95美元的交易了，而且你还要做这样的交易。”

美林客户：“瞧瞧，我想买什么我自己心里有数。我不需要支付研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究费用。我凭什么要付比我应付的更多的钱呢？”

经纪人:“好,没错。你想做网上交易吗？好的。去吧。你应该做在你看来是正确的事情。不过别指望我为你提供多少服务。”

客户:“我们交情不浅了。你为什么用这种口气说话？”

经纪人:“为什么？因为我半个子儿也拿不到！没人给我钱,好不好？以后别指望我再给你什么意见了。”

客户:“上次你是什么时候给我意见的？我想要什么我自己心里有数。”

经纪人:“我已经给你建议了,好不好。也许我从前做得不够好。那么从今天开始,面貌会有改观的。”

客户:“听着,你们这些人该醒醒了。能用29.95美元做同样的交易,我凭什么要付你250美元？外面的世界变化大了。要么你跟上潮流,要么我可不买你的账了。”

经纪人:“看看,真是不好意思。我可不是叫你滚蛋的意思。嘿,明天想不想去看Mets的比赛？我有票。”

从这些话中我们可以对使高额佣金在这么多年中顽强存在的兄弟交情和闲谈略知一二。豪饮、球赛、游艇出游和宴会为经纪人与顾客之间的关系抹上了润滑油。娱乐,而不是投资研究通常被证明是传统股票经纪人最锐利的武器。50码长的看台上的两个位置加上偶尔的股票建议无论什么时候都可以击败便宜的交易。然而经纪人很快就发现投资者主意多变:多数人都选择交易花费较少的地方。

可观的佣金支持了一种经常为笑话和《纽约客》(*New Yorker*)的卡通所讽刺的奢侈的生活方式。查克[嘉信理财](Schwab)写他的第一本书《怎样做你自己的股票经纪人》(*How to Be Your Own Stockbroker*)时以讲述一个关于经纪人的游艇的故事开头。

我想起一个我在佛罗里达认识的一位野心勃勃的股票销售员,他带着一个准顾客去棕榈海岸的港口。它们一路望着眼前各种各样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的奢侈艺术品，这个销售员指着所有属于成功经纪人的游艇。

“但是顾客的游艇在哪儿呢？”准顾客无辜地低声说道。

提供全面服务的经纪人的摇钱树正在被杀死。但是一种新的、更好的摇钱树又浮现出来替代它，虽然它们所服务的是新的、由最初的改革者最终蜕变而成的收入高得离奇的投资服务专家群体。

提供全面服务的经纪人一统天下的局面的衰落，加上经纪人已经因让顾客频繁地买卖证券组合而受到谴责，这些引起了投资咨询师对收取费用的新途径的搜寻。这种寻找有助于推动一些发展的产生，也恰好与这些发展相吻合，其中有许多对投资者有好处——至少在一定程度上。

共同基金行业有显著发展，允许小投资者投资高度多样性的股票组合，而不是仅仅投向其中的几个。这就使得小投资者通过多样化降低了持股的风险。

起初许多提供全面服务的经纪人都向客户提供这些共同基金，以7%或8%的比率为它们自己提取大量首次认购费。但是很快，卖得很凶的收费基金就因首次认购费而得到了恶名。公众开始意识到这点，因此那些不需要首次认购销售费的基金是更好的选择。

这样，过去提供全面服务的经纪人的骗术就揭穿了，公众觉醒了，并且被告诫不要购买。不过，仍然有一些幸存下来，因为它们迎合了那些仍然相信这些产品能为他们提供良好服务的人们。

新的资产比例费

为了应对道德危机，一批咨询师和新型支付方式应运而生，其目的是改善并超越全面服务经纪人事务所收费过高的举动，为客户提供更新、更好的服务，兼具使咨询师与顾客利益相吻合的付费体系。

在将付费体系从一次性经纪人佣金费加上一次性共同基金费用中扭转过来的过程中，勃兴的服务行业新群体和专业人士发现了一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种更好的东西——持续不断的、年复一年的资产比例费。

经纪业务中发明了“综合服务费”。这一思想是要以同客户交易频率与数量毫无关联的方式向客户收取费用。它还旨在通过给双方激励以促进客户的资产增长“使经纪人和客户结成利益共同体”。费用会是客户资产的固定百分比，其中囊括或“包裹”了一种固定费用下所有的经纪人服务——因此用“包裹”这一名词。一般报价是每年占投资资产的3%——别忘了是投资者总资产，而不是资产增长的3%，每年，不管年景是好是坏。

这些投资咨询师与客户之间的沟通变成了一种固定模式。首先，咨询师搜集有关客户资产的信息，接着，咨询师为客户做“风险评估”，确定客户愿意承受多大的投资风险。这以后是一个全面战略资产分配，一种向股票和债券的按比例分配。愿意承受较大风险的顾客可以多买股票；保守一些的可以多买债券。然后咨询师会推荐一种“特色分配”，推荐向一些股票类型，诸如“快速增长股”进行一定比例的分配。最后，咨询师会推荐某些共同基金(或者，最近也许是分开管理的特殊共同基金，而不像共同基金那样与其他人的资产混合的投资)。

综合服务费的报价一般是3%，但是接下来会依账户数量打折打到2.5%或更低。

综合服务费中约1%到了咨询师手里(通常大多数到了咨询师的老板而不是他们本人手中)，约有1%到1.5%流入推荐的共同基金中，剩下的则用于各种其他用途。有时候费用并不是综合的，而是“分类的”，这样顾客就要在支付咨询师的费用之外加上对共同基金费用的支出，加上其他成本。

现在几乎所有共同基金都不收一次性费用了，因为买家意识到购买不收费基金比购买收费基金更好。不过共同基金行业成功地用另一种更好的费用替代了一次性收费。通过主张刚启动的共同基金需要收取额外费用以支付市场推广的费用，共同基金使美国证券交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易委员会认可了名叫"12b-1 费用"。"12b-1 费用"按年向顾客收取，旨在支付基金的市场推广费用。这一费用的很大部分返还给了推荐该基金的咨询师，导致了利益冲突——咨询师享受这一优惠政策，他们推荐基金，收费又返还给他们。(一些共同基金不予返还。例如，低成本指数基金提供商不向经纪人或者其他推销他们基金的咨询师返还任何东西)

从收取"12b-1 费用"的初衷(收取这一费用是为基金启动做市场推广)来看，合理的结果是随着基金规模的扩大，这些费用会逐步停止收取。但是它们并未停止收取。它们在一定程度上导致了共同基金费用比以前高。一般来说共同基金收费是资产的大约 1.5%——这甚至不包括共同基金交易佣金成本，而这又有可能再加上 0.5%或更多。

理财规划师，401(k)和咨询服务

除了新的综合服务费业务，又独立地出现了一个新的咨询师群体：理财规划师。理财规划师对一个顾客的整个财务计划进行评估、协助，并进行推荐。在实践中，投资推介一般来说是他们所做推介的重要组成部分，因为收费靠的就是这个，也是客户的兴趣所在。因此，他们形成了与收取综合服务费的经纪人近似的习惯。某些大型金融规划机构会为他们颁发认证，他们也可能是注册会计师、律师、懂得一些理财规划知识的心理学家，有时甚至是星象学家或仅仅是随便一个挂羊头卖狗肉的人。

二十世纪八九十年代理财规划和综合服务费行业都发展得很快。它们为客户提供了用共同基金使他们投资多样化或者使他们更习惯于增加对股票的投资作为长期投资的重要的服务。这些增长与当时股市的大好形势吻合，甚至可能为培育股市的繁荣贡献很大。它们在 20 世纪 90 年代初期适时地出手击败了"日内交易"——即频繁地买进和卖出少量股票——这一正在突显的诱惑再次兴盛，即便在收费明显减少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的现状下也能为经纪人带来丰厚的利润。

综合服务费和理财规划的兴起还与401(k)计划有关，这一计划鼓励投资者对投资进行选择。401(k)这一名词指的是1980年1月1日生效的美国国际收入服务税法案的一节。一个叫泰德·贝纳(Ted Benna)的福利顾问意识到这一法案可以用来设计一个员工福利计划，使雇主和雇员的缴款免税。雇员可以控制该计划的投资。

公司很快意识到401(k)计划可以为他们节省资金，降低投资风险，把风险转嫁到雇员身上。401(k)计划的数量迅速增加，可以同一般的固定收益养老金计划媲美。结果，许多雇员面临着怎样对401(k)进行投资的问题。在对咨询服务的需求的推动下，投资咨询业更多的业务应运而生，这一需求也使得更多美国公众对股份共同基金(股票有时也被叫做股份)。401(k)投资决策通常包含在由一个理财或投资咨询师提供的咨询程序中，无论这个咨询师是理财规划师还是一个综合服务费经纪人。

因此，咨询服务的价值基本体现在向顾客提供咨询以使顾客向多样化的股票组合进行长期投资。这是个简单的建议，很容易遵循。关于风险评估、资产分配、风格分配，对共同基金或分开管理投资的选择，以及频繁而乏味的重复“复杂”的模型和软件可以用来实现这些推荐的手段，这些冗长的废话可以视为为吸引顾客走进去取得他/她真正需要的简单建议而布置橱窗。从这个角度看整个过程都很有价值。

不过，问题在于这是否不仅仅是让客户听到好的、简单的咨询的橱窗，同时也是为愚弄客户，使他们相信这些建议比其本身复杂得多——因此为它们花费不菲的费用也就物有所值了(虽然幸运的是顾客并不知情)——而设置的烟幕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我从那个账户里取出的钱从来没能超过3,000美元

我亲眼目睹的一件事情反映了一年年持续不断的资产百分比收费给投资咨询和管理行业带来了多么大的福音。

20 世纪 90 年代末和 21 世纪初的时候，我在一家迎合投资咨询行业的事务所担任合伙人。我们自己并不真正向投资人提供咨询，而是充当独立投资咨询师的支持体系。

大多数投资咨询师在美林、所罗门美邦等大的事务所以及诸多其他经纪人事务所、银行或其他理财机构中工作。大型事务所提供了咨询师所需要的一切，包括办公地点和设备、销售培训、电脑系统、办公室内部文书和报告、研究报告、交易和保管服务等等。然而，为了支付获取这些支持的费用，咨询师要向事务所至少交纳她从顾客那儿取得的收入的一半。此外，"业务记录"不归咨询师所有，如果她决定转向其他行业或者退休或者向继承人捐赠的话，她不可以把它卖给别人。（咨询师的业务记录——她的顾客名册——值很多钱。）

不过还是有一些咨询师会独立于这些大型事务所。他们可以开创自己的业务，找到自己的办公室，保留从顾客那儿取得的大部分收入，如果他们愿意的话，还可以出售他们的业务记录。但他们仍然经常需要类似于大型事务所工作所能取得的支持系统。

我的公司做了什么

我所在的公司就是提供这些支持系统的，按照我们客户的顾客所投资的资产比例收取费用。我们向客户——独立投资咨询师——提供电脑软件系统，帮助他们完成日常的风险评估和资产分配过程，帮助他们用推荐的投资自动完成一个推荐的证券组合，以及为他们自动填写所有要求的表格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们提供各种各样的办公室内部服务，并代表我们的客户（咨询师）向他们的投资人顾客定期发送关于他们资产和投资回报率的报告。我们在必要的时候提供研究报告，并做客座演讲。我作为首席经济学家有时会写关于经济和市场情况的论文，同时，如果有人要求（当客户规模足够大，也就是说，业务记录上的顾客足够多），我会为我们客户的投资者和准顾客群体做报告。我们还有一个写手，我们的客户可以以他们自己的名字将写手写作的文章向地方报纸和杂志投稿。

起初我们面向的是咨询师中的精英，那些在美林、所罗门美邦等大型“电报行”（这一名称有历史渊源）工作的经纪人顾问。这些人手头一般都掌握着最大的客户资源，最精于销售和服务客户。我们希望拥有一个规模不大的精英客户群。而结果是把他们从轻松赚钱的环境中哄骗出去比我们预计的要难。他们不习惯装饰自己的办公室。他们会问愚蠢的问题显示他们不懂该如何去做，比如“你们是在哪里买的复印机？”另外，也许是最重要的，他们被多年以后才能兑现、他们事务所拥有的股权和股票期权锁在了大大的事务所中；换句话说，如果他们离开，股票就没有了。

头号计划并不像我们所想象的那样进展顺利，因此我们不得不撒一张更大的网。我们必须把客户扩大到较大范围的不那么精英的人群，而不是把他们局限在小范围的精英中的精英。最终，我们的客户不仅包括一些离开电话行单干的经纪人，还包括一批各种各样的理财规划师、注册会计师等等。

业务联盟网

20世纪90年代后期市场繁荣时期将要结束的时候，我去明尼苏达在一个午餐会做演讲，听众是我们一个客户——一个明尼阿波利斯独立咨询公司的顾客和准顾客。除了在午餐会上发言之外，按照计划我还要和我们的咨询师客户以及一个当地的律师事务所成员一起参

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加一个两小时的会议。我们的客户试图同这个律师事务所结成更密切的关系。

这一聚会有助于显示出投资行业会存在的复杂关系。投资行业的一切都是围绕着关系和销售的。咨询公司和律师事务所之间关系的首要目的就是相互提供生意。这是一种挖掘商机的形式。你和那些知道你在寻找更多商机而他们也在寻找更多商机的商界的联系越多，你就越有可能做成更多生意。

投资咨询公司在这场游戏中拥有优势，因为它们的客户总体上说都很富有。他们能请得起昂贵的律师，他们做的生意——这些为他们带来投资的钱的生意，需要昂贵的律师。此外，去找咨询师做投资咨询的人时常让咨询师为他们做其他的咨询，比如推荐好的律师。咨询师可能会推荐给他们带来业务最多的律师。类似的，律师的客户也可能会向律师咨询其他的事情，比如谁做投资咨询师比较好。律师可能会让客户去找为他们带来最多业务的咨询师，依此类推。

我们追逐注册会计师

在明尼阿波利斯投资咨询师和明尼阿波利斯律师事务所这一特殊案例中，咨询师——我们——所追求的律师的客户就是注册会计师。注册会计师左右着许多他们客户的理财决策。为什么不同时也为他们做投资咨询呢？如果我们的客户——明尼阿波利斯咨询公司——和我们能够把一些注册会计师招至麾下成为独立投资咨询师，成为我们业务网络的一部分，他们的收入就可以增加，而我们也可以拿一小（但以美元计算是相当客观的！）部分。

简言之，我们希望律师事务所帮助我们招收他们客户中的注册会计师以成为投资咨询师——因为这以后他们就可以使用我的事务所的服务并付费。

这不是我们的咨询师客户和律师事务所的第一次会晤。鉴于我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们事务所的一个代表——我在场，这只是在相互增进了解进程中为下一次会面做铺垫的一次时机。

吃吃喝喝

咨询师和律师其实已经见过了律师事务所的注册会计师顾客，已经向他们推荐了为他们增加投资咨询服务，接着就让他们吃吃喝喝。（事情变化越大，不变的东西就越多。对咨询师来说，娱乐通常依然是比投资研究更锐利的武器）

回顾劝说一位注册会计师进入投资咨询行业，接着让他吃喝的过程的时候，我们的一位咨询师说了下面这个故事：

他们白天和这位注册会计师会面，向他描述了整个投资咨询的过程——风险评估、资产分配、选择投资经理，诸如此类。他们以一个注册会计师客户——一个拥有大约300万美元投资资产的人为例。他们对费用进行了解释——咨询师费用如何是投资者资产的1%，我们事务所的费用是多少，投资经理的费用是多少，等等。

接着，他们和注册会计师一起用餐。他们不再讨论客户的300万美元资产。他们胃口大开，正激动地谈论着某场体育比赛，这个注册会计师突然停下来说："等等！"

在座的其他人说："怎么了？"

注册会计师说："300万美元的百分之一是3万美元！"

"没错，"其他人说。

注册会计师说，"我以前从账户里拿出的钱从来没超过3,000美元。"

成交！注册会计师看到了一线光明——他看出了每年收取的"小"部分年度百分比的力量。仅做退税他只能收取3,000美元费用。但对客户进行如何用300万美元投资的咨询则是个迅速生财的途径！你立马每年就能拿到3万美元——而且还在增长。多好的生意！多好的机会！对咨询师来说，的确如此——但是对客户来说呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而我犹犹豫豫地和这个行业中许多人一样成为整个诡计的一部分。

但我几乎没有意识到——尽管我们想要招聘的投资咨询师加入这个团体价格昂贵——同另外一群将要发大笔横财的投资“协助者”相比，他们的收入其实微不足道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章

对冲基金的收费极致

现在我们终于谈到了收费业务中最伟大的成就，餐桌上的主菜，收费大家庭的主人——对冲基金。

对冲基金与共同基金类似，是许多投资者共同分享的混合投资产品库。共同基金和对冲基金的区别在于对冲基金必须限制投资者的类型和数量。投资者必须富有到有能力承受相当的损失（他们的投资资产至少必须达到100万美元，或者年收入至少达到20万美元）。由于对冲基金要遵循对投资者种类和数量的限制，它可以不受适用于共同基金的规则的限制。特别的，对冲基金可以收取结构各异的高额费用，它们还可以运用“杠杆”——可以借钱投资，还可以运用共同基金不能使用的衍生投资。它们也不需要公开数字或者进行审计。其中的原则是既然投资者既富有又“世故”，他们不需要靠政府的规范体系的保护。

像我们看到的那样，典型的共同基金收取占资产1.5%的费用。鉴于指数基金产品只收取相当于资产0.1%的费用——大约是一般共同基金的1/20——共同基金的收费还是相当高的。

不过和对冲基金相比，共同基金就是小巫见大巫了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们来做做算术

对冲基金一般收取占资产1%到2%的费用，外加20%的"绩效激励"费——尽管它们可能会高至4%外加利润的44%。有时还会另收约0.5%的管理费。

为了便于举例，我们假设一只对冲基金收取1.5%的费用，加上20%的绩效激励。

如果基金的绩效与股市长期收益相当——年平均10%左右(顺便提一下，这个收益率对对冲基金来说算是不错的了)——接着你会想到对冲基金经理每年收取这10%中的20%，即2%作为绩效激励费。

可是，不，还不完全如此。年与年之间收益波动很大。我们假设在两年的时间里经理得到的年收益率为10%，但是这10%的收益率是靠第一年盈利60%和第二年亏损25%实现的(这样加起来年平均为10%)。

因此，第一年经理拿到12%——60%中的20%——第二年分文不取，这样年平均达到6%。不坏！再加上1.5%的基本费用每年为7.5%，年回报率为10%，投资者还剩下2.5%——是经理收入的1/3。

让我们再用一些真实的数字算一遍。假设你和大多数对冲基金投资者一样是个挥金如土的人，所以你在账户里存入100万美元。第一年如你所愿，基金上涨了60%！

现在你有160万美元了——一举赚了60万美元。但你资产的1.5%外加利润的20%都得用来交费。160万美元的1.5%为24,000美元，而60万美元利润的20%是12万美元。因此你付给对冲基金经理的是144,000美元——也就是24,000美元加上12万美元。但你无所谓，因为你456,000美元的费后收入是经理凭能力（你觉得是这样——当然也可能仅仅是运气)挣得的。

但第二年经理的能力就不起作用了——或许只是因为他碰上了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坏运气——你的基金资产损失了25%。第一年年底你还拿到了1,456,000美元的费后收入，到了第二年年底你的收入就减少了25%，只拿到1,092,000美元。而现在你必须支付1.5%的管理费，1,092,000美元的管理费是16,380美元，你手里还剩1,075,620美元。

两年功夫你的100万美元就赚了75,620美元，经理收取了156,380美元的费用，是你赚的钱的两倍多。

世界上收入最高的行业

这种貌似奇谈的估算是有事实依据的，依据就是向对冲基金经理和他们的经纪人支付的美元。2004年，价值约10亿美元的对冲基金资产的费用累计为700亿美元——平均费率为7%。还不包括附加的“基金中的基金”费，我很快会谈到这个。

不是所有对冲基金都会剧烈波动，整个对冲基金业务基本上都处在公众的视线之外，那些有名的基金确实经历过大的起伏。它们因上涨而出名，吸引了巨额投资资本，接下来，在它们下跌的时候通常不为人所知。但对冲基金经理们则对此了如指掌。

投资者的游艇在哪里？的确，投资者的小船队在哪里呢？对冲基金管理并不仅仅相当于一张偷窃许可证；毫不夸张地说，它不啻为一张可以窃取数十亿美元的偷窃许可。对冲基金管理业造就的亿万富翁数不胜数。据2004年《阿尔法》杂志报道，名列前二十五位的对冲基金经理的平均扣税后实得现金收入为2.51亿美元。没错，相信你自己的眼睛吧。照这样的比率，不用多久就可以变成亿万富翁了。这些钱是从哪里来的呢？不夸张地说它们直接来自投资者的账户。

对冲基金界名人

乔治·索罗斯(George Soros)是对冲基金业褒贬不一的人物之一，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他和吉姆·罗杰斯(Jim Rogers)在20世纪60年代末共同创立了量子基金(Quantum Fund)。在一段时期内量子基金的收益相当好，虽然后来遭遇严重失败，以致倒闭了。那么索罗斯和投资者们是如何应付这一切的呢？

在大多数情况下要了解对冲基金确切的运作方式非常困难，因为基金的信息并不公布，数据仅由基金管理者估测，也没有审计。关于对冲基金的问题我会在另一章中回答。不过这里我们可以通过索罗斯的案例大致了解一下投资者和管理者的收益对比。

2004年10月18日的《纽约客》(*New Yorker*)上刊登了一篇老牌记者简·迈尔关于索罗斯当年袭击政坛的报道，报道大半都是正面之辞。只要会一点简单的算术，就应该能从迈尔的报道中挖掘出有启发意义的信息。

索罗斯的财富主要来自对量子基金这个创立最早、最有名的对冲基金之一。根据这篇文章，索罗斯的财富估计有72亿美元，此外他出让了40多亿美元，这样加起来总共是110亿美元。

至于索罗斯财富的来源，迈尔说："在荷兰安的列斯群岛注册的【量子基金】1969年600万美元的原始投资到1999年增加到5亿美元。"

因此，索罗斯本人集聚了多于110亿美元的资产，而这个基金则集聚了55亿美元。我们可以很肯定地说，大部分，甚至可能绝大部分的基金增长都归功于新投资者的进入和他们资金的注入，而不是因为投资者资产本身的增长。

我们不可避免要下这样的结论，索罗斯本人赚的钱至少是投资者的两倍，甚至很可能是其他投资者的数倍。

我说这些并不是要诋毁索罗斯，他从来都是一位伟大的慈善家，他在前共产党领导的东欧国家所作的贡献尤其突出。不过向他的对冲基金投资的人听到这个不一定会感到自豪，他们的投资收益中至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少有2/3喂饱了基金经理，其中还有一些捐给了社会公益事业，而他们自己顶多拿到1/3。

你会想，既然富有的对冲基金投资者从他们的账户里拿出不计其数的金钱造就亿万富翁，他们肯定会极其谨慎地研究是否能获得与之相当的价值。他们真的极其谨慎吗？并非如此。他们也许会用非科学的方法看看他们所投资的基金过去的表现——如果有数据的话。可是他们会认真评估那些结果是凭能力还是仅靠运气得来的呢？那些结果是否有可能延续呢？不，他们是不会的。

长期资本管理（LTCM）就是这样一只主要因下跌而不是上涨而为公众所熟知的对冲基金特例，我稍后会展开谈。收益高涨状态持续几年以后——许多投资者确信这种收益会永远持续下去——这个基金遭遇了灾难性的下跌，几近破产，危及好几家给他们巨额贷款的大银行。在美联储看来，如果不采取措施，这只基金的失败会对整个财经系统构成威胁。LTCM最后收归向它贷款的银行所有，东山再起——基本成了另一家公司——但它的许多投资者却未能重振旗鼓。

收费能力无极限

人们很早就注意到的绩效激励费的问题是它们激励的是波动相当大的收益。我告诉读者如果基金收益剧烈涨落，绩效激励费会大大高于年度收益稳定的情况。

绩效激励费为你做的基本上是赋予其他人用你的钱来赌博的权利——他们赢了就会拿到20%的费用，而一旦他们输了，就会让你承担一切损失（他们还会为这笔交易收取1%到2%的“管理费”，无论输赢）。

不过获得稳定的年度收益——也就是避免下跌——被视为对冲基金的卖点之一（“对冲基金”这个名字本身就暗示着它们与下跌的风险进行对冲）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为避免这一激励产生带来额外风险和波动，对冲基金行业在收费结构中引入了另一特征：高水位标志。有了这一特征，如果某一年绩效的上升不足以弥补上一年的下降——也就是说，如果超不过前面上涨达到的高水位标志，经理就拿不到绩效费。

比方说，从 1999 年到 2003 年的 5 年时间里，股市作为一个整体（用标准普尔 500 指数表示）1999 年盈利率为 21%，2000 年亏损 9%，2001 年亏损 12%，2002 年亏损22%，2003 年又盈利 29%。如果对冲基金经理得到了这些收益，她 1999 年会获得 20%的绩效激励费，但 2003 年就拿不到，因为就算 2003 年盈利超过 29%也不足以弥补 2000 年和 2002 年之间的下跌。这个规定合情合理，有助于约束一些糟糕透顶的潜在违规行为（这话听起来就像不到糟糕透顶就还不够糟糕一样）。

不过一些新生的成功的（他们拥有游艇）对冲基金经理正试着回避这一要求。他们说“我收取费用的能力是无限的！”《对冲基金情报》(Hedge Fund Intelligence)这份对冲基金业内部通讯——它不会向整个行业大鸣大放，但你能在里面发现一丁点自嘲的成分——发表了这样一份报告：

规定费用……和高水位标志曾经是比较简单的事情。这项费用一般是一种 1%到 1.5%的管理费加上 20%的绩效费……而且基金只有上涨超过高水位标志，才能拿到绩效费。今天，情况要复杂得多。

一些“热门的”新兴经理已经开始通过积极设立费用来挑战这一规范……以及颠覆高水位标志，用一种更加灵活的结构来替代……

在某些情况下这些变化是有合理的商业上的原因的。但通常情况是，这一趋势产生的原因在于一些新的经理决心利用一切可能侥幸成功的机会收费……

近期有这样一个事例，前 SAC 资本的大卫·加奈克(David Ganek)创立了水平全球基金 (Level Global fund)，收取为期 18 个月比例为 20%的资本固定和绩效费，当绩效上升 5%时，费率达到 30%。他还抛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弃了高水位标志，将其替换成一种允许经理在基金开始从下跌中恢复时获得略低的绩效费的机制。他侥幸成功了，一夜暴富。

他舍弃典型的高水位标志的行动相当有创意，是从孤松资本的斯蒂夫·曼德尔那儿借鉴的。孤松资本的做法是该基金可以收取绩效费的一半，只要和下跌时相比该基金有一定盈利。这10%的绩效费要一直交，直到该基金达到了此前高位下跌值的150%为止。此后收费标准又变成了20%。

好，现在你理解对冲基金绩效费了吧？这种费用越复杂，投资者对费用结构了解得就越少，你能收的钱也就越多。

此外，如果你发现自己淹没在高水位标志之下，没法收费，嘿，没问题！如果你的坏名声阴魂不散，那就摇身一变！你只需要关闭你的基金，再设立一个新的就可以了。然后你可以再次收费，就当你从来就没有跌落再高水位标志之下一样。

自我欺骗的大款们

那么投资人为什么要对这些基金进行投资呢？他们总体说来都是非常富有的投资人，被认为是“头脑复杂”的人。他们为什么要这样做呢？

很简单——这就是投资大谎言。他们之所以这样做是因为他们觉得向这些基金投资能赚到更多钱——或者，至少，他们觉得人们会认为他们在这些基金里赚了更多钱。虚荣之心人皆有之——许多富人有过之而无不及。貌似大款可能比真正地赚钱更重要。不过他们这样做多半仅仅因为向对冲基金投资是他们的朋友和熟人的建议——这都是投资大谎言的一部分。谎言萦绕在他们左右；它们被谎言所包围。那些错误透顶的建议并没有使他们警醒，反倒混淆了他们的视听。那些富有而受人尊敬的人怎么会犯错误呢？

除此之外，投资人也对投资大谎言也津津乐道。他们想要相信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它。他们本身就是谎言的同伙。他们聘请了帮助他们相信谎言的咨询师。他们想迅速致富，如果他们已经是富人了，他们还想变成巨富，对那些让他们更加相信他们能够做到这一点的人，他们会付出比实际高得多的价格。

基金中的基金

你可能觉得我们现在已经看到了收费中绝对的极端和外周界限。其实，哦，根本不是！你还什么都没看到呢！就好像对冲基金费还不够高似的，基金经理们又要收取另一种费用。是的，一些聪明绝顶的收费者发明了“对冲基金中的基金”。基金中的基金通常另收占资产3%的额外费用……甚至还有首次认购费！这些都是加在已经高得离奇的对冲基金基础费用之上的。

他们说，对冲基金中的基金的目的是分散某一种单个对冲基金的风险。这完全是废话，因为运用对冲基金首先是要用你财产的一小部分承担一点额外风险，或者将你的一部分财产委托至一个基本上是保守的，对冲风险确实极小的基金中。

基金中的基金的另一目的是在对冲基金中引入一种类似共同基金的工具，这样最低投资标准会降低，较小的，也就是那些不那么富有的投资人就有可能向其中投资。但是这种观念的合法性尚未得到很好的检验。随着对冲基金监管透明度的增加，这种方法不太可能走得太远。

不过没关系，对冲基金以及基金中的基金的经理们依靠这些容易受骗上当的富人过得还不错。

概不退换：买主小心

拉动投资咨询和管理行业主要靠收费。人们对此见怪不怪了。做生意最主要就是获取收入。没有收入，商业就无法生存，更谈不上兴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盛了。生产出优质产品当然很重要，但只有收取足够维持业务运行的费用才能生产出产品。所以考虑如何收取、维持和增加收费是做生意时首先要考虑的，甚至比怎样改善产品，生产优质产品还要优先考虑。

但是通常——尤其是消费者对产品似乎还算满意时——人们只想着如何获取和增加收费，而完全不考虑产品的好坏。我在商界呆过——我了解情况。

关于怎样增加收入的策略的讨论成为重中之重。却从来没有人讨论怎样保证或者改进产品或服务的质量，即便是讨论，也仅仅只出现在如何维持收人的背景下。这种情况微妙地出现在一种集体讨论的环境中。员工——也许除了道听途说或者在工作之余酒后开玩笑时——通常意识不到他们的产品用工作之余喝酒的环境中的粗话来说简直是龌龊。如果消费者继续付钱，产品就会在事实上被视为消费者实际所需要的，无论消费者的信息是多么不灵通，得到的信息多么不准确，受到怎样的误导，受到多么赤裸裸的欺骗。

大多数员工还是相信他们在公众眼中的形象，他们是高尚的商界人士，他们所得的高收入至少与他们的服务相匹配。如果某些员工开口说诸如“我们难道就不能试着做一些真正能让消费者获益的事情吗”之类的话，其他人就会用一种为难的目光看着他，就像他们不太理解他（她）在说些什么一样。

对这种情况唯一的办法就是消费者自己要提高警惕。在诸如医学和制药等行业，有力的职业准则、政府和行业的监管机构也提供了一种约束。但在许多领域中，行业监管机构常常沦为任业内大玩家摆布的女仆。由于企业和政府之间雇员的平稳流动，政府监管机构本身用经济学术语来说经常被企业“俘获”。

在美国，对投资服务业进行监管的机构是证券交易委员会，它在职权范围内做了出色的工作。但是，它没有（也许是不应该拥有）其他监管机构那样广泛的职权范围。比方说，美国食品与药物管理局有权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在批准一种新药上市之前鉴别它是否比安慰剂疗效好。

信息腐败

政府和政府监管部门无法全方位保护消费者。它们无法保护消费者免遭强硬或蓄意的误导，或避免做出错误的选择。

归根结底，唯一真正的约束是消费者手中掌握充分的信息，这样消费者才能做出正确的选择。因此消费者必须找到正确的信息源，在它们之间进行相互比较，做出聪明的选择。

而试图向消费者出售投资服务的公司本身当然也属于信息源。但是，这一来源，正如我们所见，由于公司本身的利益是有失公正、值得怀疑的。不过尽管如此，消费者还是倾向于高估这一信息源，因为消费者相信那些公司的声望。在投资大谎言的作用下——相信这么多权威数字支持一个彻头彻尾的无耻谎言肯定是不可能的——消费者倾向于对同这些受到高度尊重的名牌公司所说的东西明显抵触的事实嗤之以鼻。

真正勤奋的消费者会像监察机构、财经媒体和学术界一样搜索不带偏见的信息来源。这些信息源中有很多的确提供了确凿无误的真实信息。但是许多——也许是大多数——发布的信息本身就是带着投资大谎言的气息的。就连财经媒体和学术财经圈也已经多多少少微妙地为投资大谎言和金钱的诱惑所拉拢。

对财经记者和学者来说，激励并不在于他们必须赚取收入以维系生意，而是某一天商界许多人积累的巨额财富可能以某种方式流向他们。看在他们与投资服务业交情甚笃的份上，他们没准有机会跻身其中。

这种事常常发生在财经领域的学者身上。假如一个学者在学界小有名气，也还算规矩，这个学者可以尝到些兼职工作的甜头。有些人应邀担任共同基金托管人，几乎什么都不用做年收入就能高于 50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万美元。有些则做了资金管理或对冲基金顾问甚至合伙人，收入有望达到数百万美元。

这样的事情很常见，相邻办公室里的两名教授，一个幸运地进入投资管理公司做咨询师或合伙人，有数百万进账，另一个则依靠学校微薄的薪水维持生计，无时不刻不在嫉妒、贪婪地张望着，渴望大好机会来临。这两个人会站出来大声说整个行业都是建立在弥天大谎之上的吗？不太可能。

确实，金融学界许多学者都清清楚楚地说出了真相，尤其是普林斯顿大学著名教授，畅销书《漫步华尔街》(*Random Walk Down Wall Street*)的作者柏顿·迈吉（Burton Malkiel）。但是许多人都被拉拢了或者缄口不言——除非是与同行在一起——这样就使得学术界无力形成与投资大谎言相抗衡的强大反作用力。

财经记者也是一样。财经记者不仅会威胁他们接近内部人士的途径和取自财经行业的收入，还可能威胁到他们自己某一天以某种方式介入其中的可能性，无论这种可能性多么小。此外，财经新闻业本身似乎也被投资大谎言欺骗了。“彩衣傻瓜”的汤姆·加德纳说当比尔兹敦的女士们被媒体曝光为“骗子”时，“我们还没有看到任何一篇题为‘共同基金经理：你的名字是骗子’的文章。”为什么没有呢？因为投资管理行业娴熟而圆滑的手段让投资大谎言得以传播，而比他们幼稚（和讲究伦理）得多的比尔兹敦的女士们自己无心而就的小谎言一旦揭穿，甚至都没能扑腾一下。

尽管存在显著的、值得称赞的例外情况——一个出色的榜样就是《福布斯》杂志对对冲基金高得荒唐的费用、低劣的质量和无意义进行了披露；另一事例就是《经济学家》对它们持续的质疑——媒体大多数财经报道给人们留下这样的印象，除了偶尔的欺骗，一切都是诚实的行为。从绝大多数媒体报道中你永远也不会了解整个一切都充斥着弥天大谎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章

白白浪费的税

1994 年 1 月，芝加哥北方信托银行请我为一小群超级富豪做演讲。他们在达拉斯一个极尽奢华的宾馆中召开家庭理财论坛，我在会上发言。

听起来“家庭理财论坛”像是一次小范围的聚会，聚会上没准有茶和蛋糕，你也许还会在当地的教堂或者社区中心逗留一晚。不过这个家庭理财论坛可不是这样的。出席论坛的这些家族平均财产为 4 亿美元。这可不是你所了解的典型社区团体。

代表这些有钱人出席论坛的要么是家族成员，要么是他们的雇员，或者家族成员和雇员都来了。多数超级富豪拥有由雇员管理的家族基金。与会者中有一些因富有而鼎鼎有名，但大多数人对大众来说还是陌生的。

北方信托为他们这些最富有的客户花起钱来不惜血本。讲演者中有两个人很有名气。一个是迪克·切尼(Dick Cheney)。当时他的名气主要来自他在伊拉克海湾战争时担任国防部长期间低调的电视讲话。提起他的时候人们会把他当作可能的总统候选人。他本人也和他电视讲话中的形象一样低调而谦逊。

另一个有名气的演讲者是政治评论家诺曼·奥恩斯坦(Norman Ornstein)，北方信托请他做讲演花的钱比迪克·切尼的还要多。奥恩斯坦因为他犀利的政治智慧与洞察力而炙手可热。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

切入主题

这两个演讲者是供大家消遣的;其他人才是关键。而其中最关键的又是一个来自一个大型律师事务所的人,他讲的是不动产税,大概是最长的、听众听得最认真的一场演讲。他在演讲中竭尽全力演示并解释一个我在除了那些仅面向专业人士的会议中所见过的最复杂的图表。这张图表是关于如何为一个富有的大家族寻找避税手段的。我记得避税手段中很大部分是关于隔代信托的。很显然,如果你能安排把一大笔钱给你的孙子而不是孩子,你就能躲避一大笔税金。

毫无疑问,避税中有着相当大的利益。美国私营行业成员对税收没有好感。他们无时不在想方设法地避税。这一特定群体中包括许多对税收最有敌意的人。

一石激起千层浪

鉴于此,我的讲演成为论坛中最不受欢迎者也许有些奇怪。我觉得自己的演讲并不差,事实上我觉得讲得还挺好,就算有一点乏味,也不致比不动产税还要乏味。我觉得我把自己要讲的那点东西讲得很清楚明白了。

但是我演讲的主要锋芒似乎指向了在座的听众所相信抑或想要相信的东西。我的演讲是关于"税后投资回报率"的。听起来并不是个敏感话题,但它似乎惹恼了一些人。

我演讲的主要观点很简单:"到手的才算数"。也就是说,在你决定一种投资策略是好是坏之前, 要把所有成本都计算进去。针对这一案例,我的侧重点放在税收成本上。一些投资策略比另一些税收成本高。在你对两种投资策略进行比较时,有必要考虑两者的比较税收成本。

我用两种现实世界中的共同基金举了一个很好的例子。其中之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一是 1963~1992 年间年度收益率为 9.6%的 A 基金——富兰克林发展基金。B 基金——塞利格曼共同股票基金收益率更高，为 11.2%。结果，如果你向这两种基金分别投入 1,000 美元，你的 B 基金会有 24,400 美元的税前收入，而 A 基金仅有 15,800 的收入。

你可能认为投资 B 基金比投资 A 基金更好。但扣除税之后就大不相同了。B 基金周转更快——也就是说，股票的买卖更频繁。这就意味着所有者——如果可以对他们征税的话——需要每年以高税率为他们的所得缴纳短期资产收益税。相反，A 基金的周转较慢。A 基金所有者资产收益较低，只需要按照比率低得多的长期资产收益率纳税即可。

因此，A 基金所有者会拥有 10,800 美元税后收益，而 B 基金所有者则仅有 8,400 美元，尽管 B 基金所有者的税前收入比这高出 4,600 美元。这额外的 4,600 美元，再加上 2,400 美元都为税收所吞噬了。

我还指出，一项由两个斯坦福教授在相同时期进行的一项研究表明，收税共同基金投资者平均每年因税收而损失 3%。但是如果你或你的投资经理使用避税手段的话，就可以大大降低这笔支出。

让我觉得奇怪的是听众的反应有些冷淡。我觉得可能因为我的方法不佳。也许吃午饭时我的领带上沾上了一大块污迹。我也不确定哪里出了问题。坐在第一排的一位女士似乎尤其挑剔。结束的时候她脱口而出，“喔，这带子不是拴狗的吗？”

她解释说把注意力放在税收上会影响经理对最重要问题——如何最大限度地取得最佳税前收益率的关注。

缄口不言

我可以告诉她事实真相吗？告诉她经理尽力取得最佳利润率多半只是在浪费时间吗？我能告诉她一个又一个研究表明投资经理——即便是那些适合超级富豪的经理——在操纵证券方面还比不上摆弄显灵板的盲人吗？不能，因为那会令她恐惧得说不出话来，她还会向对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此高度关注的北方信托的副总裁，甚至是总裁抱怨。那样我就再也没有机会在一个极尽奢华的酒店里发表演讲了。

当时屋里和她有同样感受的人并不止她一人。从最善意的角度看，显然，从大家的反应来看我说的东西过于前卫了。实际上，事实就是如此。在接下来的几年里，一些（虽然还不是大多数）投资者开始逐步意识到税后投资的重要性了。

这是我的理解。像当时在座的大多数人一样，这位女士同她的投资经理业务关系很好，她社会地位高，举止也很优雅。她向那些具有所谓的投资才能，有能力保持自信的人表示信赖与尊敬。她可能曾经道听途说专业投资管理平均而言不能增加收益，但她不相信她自己的投资经理也是这样。她也许在某种程度上从我的演讲中觉察出我强调税后回报率的用意，我所强调的和其他人相反，依照我的观点来看，追求高税前回报率是不足取的。她不能，也不会相信这个。

很多富人都坚信他们有特殊的渠道获得档次高的资金管理服务，这几乎成了他们身份的组成部分。哪怕仅仅是间接地质疑这一假设也侵犯了他们。除此之外再没什么能解释我所遭遇的冷淡反应了。

资金经理的失职

如果你对这位女士的前提——即投资经理不应该考虑如何避税，因为这样有可能会干扰他们实施投资策略——有异议，那么你只能下结论说投资经理避税的失败完全是因他们失职而导致的。

当然，如果投资的是类似养老基金、捐赠基金、401（k）或者个人退休账户的产品，避税就无关紧要了。但如果投资的是收税账户，投资经理就必须首先考虑避税问题。投资经理通过这种方式为顾客确保这一底线的能力比任何其他事情都重要。（当然，费用问题至少也同等重要，但那是顾客，而不是经理要考虑的，经理考虑的事情按理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说是如何在不失去客户的前提下尽可能多地增加收入。)

然而绝大多数投资经理根本不考虑税的问题。我的依据是大多数共同基金的周转率都高得惊人。共同基金监测服务机构——晨星公司的研究表明股票型共同基金的平均周转率目前接近100%，而几十年以前周转率要低得多。这就意味着基金中大多数股票都在一年内售出，与此同时又购入新股填补它们的位置。

政府无息贷款

如果持股不超过一年，而这一年中这只股票赚了——大多数股票在大多数年份中都是这样——那么会按照收入税率对这部分盈利征税。对收入中上的投资者来说，这一比率在30%或以上。因此，如果某一股票在一年中盈利达到10%，这10%中的3%就落在了政府手中。

因此，除非有非常好的理由，否则经理是不会在持股不到一年时就抛出股票的，因为这样以来30%的利润就没有了。

如果持股一年以后再抛售，政府就会按照长期税率对盈利征税。对大部分投资者来说，长期税率为15%，是短期盈利税率的一半。

但是之所以不抛售股票、实现利润还有更充分的原因。你为抛售股票而支付的税收是现在就必须付的。而如果你继续持股，等到一段时间以后再抛售，在这段时间内这笔税金就可以用来投资。

差别是巨大的。人们把延期纳税称为“政府无息贷款”。在一段时间之后，而不是现在纳税无异于取得了零利率贷款，非常珍贵。

我们来举个例子。假设你把原本需要当下支付的1,000美元的税推迟到20年以后。假设你仅仅把它们放在了利率为4%的存款单中，20年以后你就会有1,191美元，而你如果现在就把这笔钱用来交税，就会连一分钱也得不到。

而且，如果你把交税的时间拖延得足够长，你就会得到一个非常重要的好处，因为到那时你可能已经死了！那么根本就不必再交税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。我可不是在开玩笑。这对你投资财产的继承人来说很有意义，这样他们口袋里的钱就不会被收益税榨干了。

绝大多数共同基金经理完全无视这些显而易见的事实，更不用说对冲基金经理了。结果，他们导致顾客平均每年把资产中的1%到2.5%拱手交给了政府，而其实只用花一点心思就可以把比例降低到0.5%。

用全球化的眼光看这也许并不算是一件可怕的事情。如果富有的投资者不在投资上支付额外的税收，就必然需要另一些人来弥补这一差距。但是，假如你是为顾客提供理财服务的，并且有义务让顾客的口袋越鼓越好，承认这一点就是件很糟糕的事情了。像这样每年让1%或者2%的钱白白浪费掉显然是你的失职。难道你能狡辩说你可以用更高的税前利润率弥补这一损失吗？根本不可能！这种说法丝毫没有根据。

投资大谎言宣称只要你聪明、富有就能够在市场上赢个大满贯，这一谎言再一次被用来遮盖一堆罪恶。而人们一旦发现这个谎言的虚假——就像皇帝的新衣一样——高税收和费用的尴尬就会赤裸裸地暴露在世人面前。

投资中的避税策略

资本收益税在美国政府的税收收入中占相当大的部分。20世纪90年代后期美国预算有数千亿美元盈余，而到了21世纪初则变成数千亿美元赤字的原因就在于资本收益税。20世纪90年代后期股市繁荣，增长率高达20%到30%，这是资本收益税收入滚滚涌入。接下来，当2000，2001和2002年股市下跌时，这些收入大大萎缩。

显然，总有人得向美国联邦政府交税，为联邦预算买单。但和其他国家一样，在美国全国上上下下——从个人到公司，没有一个人愿意交税，每个人都在努力逃避税收。尽量少交税不会被人看作推卸责任，相反，这被当作一种出色的财政职责和有经济头脑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，帮你减税的咨询师会被视为正直的公民，值得尊敬。那个在达拉斯的家庭理财论坛上做复杂的演讲的不动产税律师毫无疑问是一个值得尊敬的公民，因为他有专业技能，人们会忙不迭地找他。

投资经理和咨询师同样也受人尊敬，生意兴隆。在某些情况下，那场会议参加者们的投资经理也能够同不动产税律师一样为他们的客户节省一笔税，只要他们在这上面花些心思。但他们一般认为这不是他们的事，他们和顾客都不认为这是他们的责任。他们的工作是争做股市赢家。其实他们通过税收为客户节约的钱比试图在股市中胜出多得多，可是却没有人在意。号称只要运用技能，只要努力，你就可在股市大获全胜，这个大谎言意味着技能和努力只是没有运用在该用的地方而已。

最大的问题照常是最佳投资策略也是最简单的。简单到你似乎并不需要请专家、勤奋的经理和咨询师来帮你投资。结果，那些想请专家和工作努力、收费高昂的服务人员随时听从他们吩咐的人，还有那些想把一大笔收入吸入囊中的经理们和咨询师们根本不考虑这个策略。

一个简单的、多样化的买入并持有策略就是投资中最好的避税措施。只要你持股时间足够长，你就不需要再为盈利交税了，至少在相当长的时间内如此。此外，假如你还想产品种类多元化程度高，无息指数基金是不错的选择。或者你可以尝试运用沃伦·巴菲特等著名投资者主张的策略：选择由优秀公司构成的证券组合，永远持有。不过如果你不确定你的选择能否能像巴菲特那样英明（其实谁也不能确定，连巴菲特自己也不可能），更好的办法是让你投资的产品覆盖整个市场。

投资中还存在更复杂的避税手段。你可以有意兑现损失——也就是在股价缩水时抛售以抵消盈利，不过这些手段用处有限。如果你一直这样做，在很长一段时间以后，你手中的证券组合就只留为数不多的从未下跌过的股票了。从长远来看这并不是一个好的投资策略。

避税的最佳长期策略其实就是再简单不过的买入并持有。你可以投资你选中的股票组合或者被动管理的、多元化、低成本共同基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金。节省下来的税不仅是一点点，它能够为你节省相当于你每年证券组合价值 2%的现金。如果你的证券组合达到 100 美元甚至更多，你可以立即因此而每年节省 20,000 美元，随着时间推移，这个数字还会大幅增加。如果你的证券组合只有 100,000 美元，你也一样能每年节省 2,000 美元。这可不是小数目。

这就像一只小小狗摇着的大尾巴。这只小狗（让我们说得明白些，并不存在的狗）就是多数共同基金的投资经理能够通过持续买卖股票而赚取的利润，其结果是在某种程度上还不如被动型市场指数。

底线：结算成本

我已在书中指出，许多投资者都在使用成本高昂的投资服务。大多数投资者甚至没有意识到他们使用的服务成本高昂。这些服务通常每年花费投资者财产的 2%到 3%。

更有甚者，选择费用较高的服务需要投资者支付比低费用服务更多的佣金，纳税一般也较多，因为费用高的投资产品周转率会比较高。

直接比较

下面我们对两位投资者约翰和玛丽进行比较。他俩每人手中有 250,000 美元用来投资。在此后的 30 年里他俩都不能碰这笔钱，直到他们退休。

约翰觉得自己对投资懂得很少。所以他觉得自己应该"聪明"些，请一个好的顾问——也就是他选择的咨询公司所说的"财富管理师"。

玛丽决定只把 80%的资金投入先锋或富达或其他为数不多的低成本指数基金供应商的总市场指数基金中。她还准备把这 80%中的七成投入到一个美国国内的股票基金，30%投入到一个国际基金中。其余的 20%她准备投入一个先锋间接债券基金中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰和玛丽在股票投资的舒适程度方面相当。因此财富管理师会建议他对股票和债券的证券组合进行类似的分配——尽管财富管理师会想方设法推荐一大堆各种各样的基金和投资产品。

如果不考虑费用和税收，约翰和玛丽30年中的回报率是相同的，只有一点预测不出的小小的正负差别。我们假设这一回报率年平均为8%。

因此，不计算费用和税收，两人的投资收益基本持平。然而，交纳税费之后约翰和玛丽投资收益就大有区别了——大得令人咋舌。

玛丽的花费共计约15个"基点"——每年0.15%。她每年交的税则略高于0.5%。

而约翰的总费用更多，大约比玛丽的多出1.2%到2.8%。约翰交的税也比玛丽多，大约比玛丽高出0.1%到1.7%。

看到这一结果你会吃惊。我会在本页底部的表格中对它们做一个总结。

从表4-1中我们可以清楚地看到算上交纳的费用，玛丽的收益大约比约翰的多出40%到121%——若以中间数为算，会超过79%——其间的差异取决于约翰请的"财富管理师"以及他推荐的投资方案究竟有多贵。

表4-1 约翰和玛丽的250,000美元30年后值多少钱

	费后（一千美元）			税费均扣除后（一千美元）		
	约翰	玛丽	差别（比约翰高出%）	约翰	玛丽	差别（比约翰高出%）
税费最高值	$1,092	$2,413	$1,321,000 (121%)	$568	$2,064	$1,496,000 (263%)
税费中间值	$1,351	$2,413	$1,062,000 (79%)	$872	$2,064	$1,192,000 (137%)
税费最低值	$1,720	$2,413	$693,000 (40%)	$1,428	$2,064	$636,000 (45%)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扣除税、费（我们假设约翰和玛丽没能把钱存在可以推迟交税的账户中）之后，到两人需要从账户中提取资金时，玛丽会比约翰多得45%至263%——若以中间数为算，高于137%。玛丽到那时会比约翰多得636,000至1,496,000美元。在这笔钱中，约翰的钱中有796,000到1,424,000美元都付给他的财富管理师了，有292,000到523,000美元会以税收的形式到联邦政府手中了，而玛丽只花了103,000美元和349,000美元分别支付费用和税收。

现在你觉得谁更聪明呢？是约翰还是玛丽？

听上去可能很愚蠢，但是付给投资咨询和管理行业的费用在很大程度上是基于如下循环逻辑的："我们付给它们很多钱，使他们富裕起来；既然他们很富有，我们也就认定他们是知识丰富的专家；我们觉得他们是知识丰富的专家，因此我们要付给他们很多钱。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章 为什么要把碎金给富人

人们为什么会在高昂的费用前缴械呢？原因可能是良好判断力的缺失，这种情况多有记载。

经典的经济学理论中有许多假设是关于人们在经济利益岌岌可危时所作所为的。比方说，这些理论假设人们的行为是“理性的”。

某些理性假设似乎有一点有悖常理，至少，它们是用一种奇怪的术语来表述的。例如，假设一个人决定花 20 美元看一场 3 小时的棒球赛，而不是为每小时 30 美元的报酬而加班，经济学理论就会假设观看棒球赛对健康的促进一定会让 110 美元的花费——20 美元外加不工作而导致的 90 美元的“机会成本”物有所值。如果不存在加班工作这一选择，那么一个理性人会愿意付 110 美元看比赛。

人人都能一眼看出这样的假设无法很好地预测经济行为。无论原因是什么，人们的行为并不是这样的。不过，这一结论的前提却是经济学理论的主心骨。

行为经济学

最近，由经济学家和心理学家组成的小圈子开始对“理性”假设发起挑战。它们这种异端被称为“行为经济学”。也许这是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

异端吧，但这种异端理论发展得很好，其中两位倡导者——实验心理学家丹尼尔·卡恩曼(Daniel Kahneman)和经济学家弗农·L·史密斯(Vernon L. Smith)还因此荣获诺贝尔奖。行为经济学中关于人们的行为通常并不像经济学理论标榜的那样“理性”的故事和实验证据比比皆是。

收集整理这些故事和实验证据的人中有一个叫理查德·赛雷(Richard Thaler)的，是芝加哥大学经济学教授。他所做的研究中大多数看起来都是在拿那些理论经济学老学究开心的。比方说，他总爱说，一天，他在家里招待他的几个所谓理性经济学家同事，它们不停地吃他拿出来的一罐干果，最后当他把干果拿走时，这些人都大大感谢了他一番。

赛雷及其他行为经济学家的一些观察似乎显露出一定的规律。他观察到的一个现象是一个人可以为购买便宜 10 美元的收音机开车走遍全城，而购买贵得多的大屏幕彩电时却不会在乎这 10 美元。为什么呢？无论如何节省的都是同样的 10 美元。区别只是 10 美元在收音机的价格中所占比例很大，而在大屏幕电视中则只占很小的百分比。

赛雷还得到另一有趣的结果，他发现购买同一种商品，人们愿意付更多钱给富有的卖主，而不是贫穷的卖主。他让实验对象想象他们大热天困在沙滩上，这时有人要卖啤酒给他们。他们愿意出多少钱呢？结果是实验对象愿意为他们认为是从高级酒店买来的啤酒支付比从附近杂货店买来的相同品牌啤酒付更多钱。

古典经济学家对这一新理论的反对意见之一是他们认为这种理论只适用于琐碎的细节。的确，尽管行为经济学及其姊妹学科——行为金融学引起了许多讨论，究竟如何运用这些理论还不是十分清楚。这样，赛雷的观察尚未用来强调这种消费者成本最高的非理性就更加奇怪了。

人们把资产的一部分付给富人时并不在意

在赛雷的观察和实验里，我们注意到人们在以下情况下似乎不很在意为某种东西付出一大笔钱，一是这笔钱付给某个已经很富有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的人，二是尽管这种东西要花很多钱，但百分比很小。人们会为购买收音机节省10美元而驾车走遍整个城市，因为10美元是收音机价格的40%，却不在一个大屏幕电视上节省10美元，因为10美元还不到电视机价格的1%。

这种行为缺乏理性吗？是的，从某种意义上来说的确如此。如果你事事如此，就会比那些认识到不论为什么而节省，省10美元就是10美元的人破产快得多或致富慢得多。

那么为什么行为经济学家花费更多时间和笔墨向人们解释这些相似的非理性——也就是向投资专家支付高额费用？人们似乎并没有意识到——或者并不介意——他们付了多少钱，因为他们是在向已经非常富有的人付钱，并且，他们所付的钱虽然用美元来衡量很多，在他们的投资资产中却只占很小的比例。

被指派的

行为经济学家向大众投资者指出这些特定的非理性行为极高的成本就是为他们提供服务。然而我们却未发现专业人士做这件事。

为什么行为经济学家们努力传递这一特定信息呢？也许和由于近期行为主义金融学和经济学流行，许多行为主义者自己开办专业投资管理事务所这一事实有关。他们的事务所吸引大量来自客户的投资，并提取一般的百分比费，这样他们就能赚到比大学里薪水高的多的钱。

为什么一个理性的利己主义的经济学家要告诉人们支付这种高额费用有多么非理性，从而严重影响这种收入流呢？

也许赛雷和与他类似的其他人仅仅认为他们的事务所超越市场均值就能为客户赚多得多的钱。但是我更愿意做这样一个大胆而有根据的推测，说点题外话，如果你跟这些学者兼投资经理喝上几杯啤酒，他就会承认他根本不知道自己的事务所将来是否能超过市场平均绩效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何变得富有

读研究生的时候我经常需要挣些外快，于是我会做一些运用数学的兼职。比方说，我会为学校的物理系、地理系、天文系和工程学系用计算机程序做数学运算。我也做些其他工作，其中有一些很有意思。

其中最有意思而且最不同寻常的工作要属我为一个叫巴德·布拉德利的人做的事情了。巴德非常富有，他富有的原因我一直不得而知，直到有一天才恍然大悟。他在伊力诺伊斯科基的丹普斯特街上有个小办公室。丹普斯特地处郊区，大街上满是拥挤的商业。除了巴德的办公室以外，丹普斯特街上主要是车行、加油站和廉价饭馆。

巴德的小办公室在一个你根本不会注意到的楼房里，一点也不起眼。他只有一个忠实的雇员，一个叫托米的日本女人。除此之外他似乎没有真正的工作。不过他有各路生意上的朋友，我们偶尔会碰面喝些酒。

我在巴德那里做的大部分工作是绘制表格，表格又会钉成小册子。这些表格是关于不同利率等级的贷款和信用人寿保险偿还时间表的。不同的州有不同的小册子，因为州和州之间与保险相关的制度有所区别。当时，利率是由政府规定的，容许信用人寿保险率也是由政府规定的，只是不同的州有不同的规定。

计算起来有些复杂，因为你可以对信用人寿保险费收取利率，还可以对支付的利率收取信用人寿保险保险费。结果，我每次制表做计算时都要解决一个小的数学问题。

我自己占星

要不是因为巴德的还算特别，制表工作很快就会变得无趣。他也会时不时承接些奇怪的项目。有一次他问我是否愿意编一个电脑占星的程序，这个项目由两个人来做，我和一个占星家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一天晚饭时我们和这个占星家见了面。这个女人一头丰茂的头发染成金色，她的身上有一种耀眼的、夺目的光环，看起来似乎照到每个人的身上。我们的想法是让她写下几百个段落，每一段都是对一个人的预测。我读过她写的东西，感觉相当矫情。她预言的东西里最细的是占星的对象一生中某个时刻也许会得牙龈炎。

我的工作是编写一个程序，只要给出出生的日期和时间，就可以查出这一时间月亮、太阳和行星所构成的黄道十二宫。我很快发现有一种零值星历表，里面包含这种信息，每天都有，持续几个世纪。不过信息浩如烟海。我们怎样把这些全都输入到一台电脑中呢？该存在什么地方呢？（那时候电脑的存储空间还不是很大）另外还存在着 1582 年从罗马儒略历到格里历的转变，让人弄不清楚。

我意识到那些零值星历表应该是用某种方法创造出来的。在某处一定有公式告诉我们这些数字的来历。于是接下来我开始寻找那些公式。别忘了，那时候还没有互联网、没有 google。要想找到答案就得跑到许多图书馆里请教别人，直到你幸运地找到答案为止。

我很幸运，很快就找到了答案。1896 年，西蒙·纽坎伯(Simon Newcombe)创造了产生零值星历表的公式，令人惊奇的是，这个人是作为经济学家而闻名的。

我用这些公式编了程。它们一瞬间就能够生成任何给定日期和时间任何行星及月亮、太阳的精确方位角和高度。接着，这个程序会把这转换为这些天体所处的黄道十二宫。（还有一个意外的收获，我发现我以 3 小时之差划归室女座，而不像我以前想象的那样属于天秤座）。

我碰到的问题是如何把所有东西都打印出来。说来你也许不信，事情并不简单。我用的编程语言 Fortran 在 20 世纪 60 年代打印的效率还不高，打印一张占星结果要耗费一个小时。所以我不得不又雇了另外一个知道怎样打印的人。让我觉得郁闷的是，这家伙比我要价还高。

可以看出巴德都折腾些什么，钱究竟从何而来只有上帝才知道。钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并不是从诸如占星程序这样的事情中赚得的。在占星术方面的计划是把小纸条装在面巾纸盒里，以 3 美元的价格向你提供电脑占星术。我觉得如果这真的流行开来，可以赚很多钱，可惜不幸的是这从未形成气候。

真相初显

一天，巴德又提出一个项目。他说他知道有一个大商店的会计系统真的很糟糕。他们把所有东西都写在一张张小纸上。很多纸从写字台的抽屉后面掉落出去丢了。他们真正需要的是电脑化管理。

我对巴德说很乐意看一下情况，巴德告诉我该打电话给谁。我给那个人打了电话，他告诉我开车怎样到大商店所在的地方，他会在那儿接我。

我一路开车到大商店，心里越来越忐忑不安。我记得那年应该是 1968 年，我自己开着车一路深入芝加哥的南部。现在很多人可能会不以为然，但当时一个个头不高的白人小伙子驾驶一辆会随时崩溃的廉价学生车开进芝加哥南部全是黑人的聚居区时确实会十分惊恐。况且，我一点也不清楚自己到底在哪，到底要去哪里，是不是找对了地方。

就在我极其不安之时，我看到了一个穿着稍稍有些起皱的职业装的白人站在大街上紧张地找我。我们刚发现对方，他就冲我使劲挥手，让我开进一个地下停车场。我们从地下停车场进了大楼。

我们进了一个一眼望不到边的大家具店，选购家具的都是清一色的黑人。所有家具都标有减价标记，所有家具也都可以分期付款。如果一个人用分期付款购买家具，卖家就会要求他同时购买信用人寿保险。买家具的人一旦死亡，余款就由信用人寿保险来支付。

在我为编写关于利息和信用人寿保险金的小册子做计算的过程中，我注意到信用人寿保险的许可保险金高得离奇。只有死亡率接近十四世纪黑死病，信用人寿保险的保险费率才算合理，不过尽管如此，这些费率却是合法的。毫无疑问，他们就按照这种的比率收费。人们显然并没有真正意识到信用人寿保险的费率高得厚颜无耻，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在他们购买的物品价格中仅仅只占很“小”的比例。

现在我总算弄清楚巴德的致富之道了，为什么他的办公室名不见经传，为什么他看起来似乎并不怎么工作。他是倒卖信用人寿保险的。他从每一件售出的家具中提取一点佣金，大部分他自己留下，剩下的交给一个保险公司管理。他唯一要做的就是记财务帐，托米做的就是这个。和巴德共事的销售员我只见过一个，也许只是许多销售员中的一个。合计起来，巴德在数以千计的交易中卖掉了许多信用人寿保险。

有一次我和巴德还有他的一些朋友一起喝酒，大家谈到怎样赚钱，他那些朋友提出各种各样他们认为可以赚大钱的方法。后来巴德倾身向前，给出一个权威答案，他说：“不，赚钱的方法就是玩转钱。”

碎金

汤姆·沃尔夫(Tom Wolfe)的小说《虚荣的篝火》(*The Bonfire of the Vanities*)中有个场景是一个自称是“宇宙主人”的债券推销员舍曼·麦考伊被女儿问及以什么为生。麦考伊的老婆主动替他回答这个问题。这个回答相当有讽刺意味，说明她对舍曼膨胀的自我很不满。她说舍曼的工作是在人们传递蛋糕时从上面刮下些碎金。

此话不无道理。我们在前文指出了塞雷发现的非理性行为——人们似乎对从更大一笔钱中剥离一大笔钱并不在意。如果你做某种有大笔资金流动的生意，也就是“玩转”钱的生意(就算这笔钱为数不多)并从中剥离一小点钱，你也可以迅速积攒起令人瞠目结舌的一大笔钱。

在这方面有一个事例，几年前，1996年度收入最高的公司主管的收入公之于众，成为一大新闻。这名主管叫劳伦斯·M·科斯，是绿树金融公司的总裁，他的收入为102,400,000美元。原来，绿树金融公司是做购买活动房屋融资的，靠活动房屋抵押款利息赚钱。

在美国，住活动房屋的一般是穷人，把穷人为买房支付的房款加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起来，从中提取很小的比例，就是科斯赚的一亿美元了。

刮碎金，"玩转"钱的人赚这么多钱有合理性吗？他们的服务与所得成正比吗？或者他们只不过是利用了人们的不理智，因为人们不了解也不介意自己的巨额付出，他们觉得这笔钱只不过是冰山一角而已？

活动住房抵押品提供商是踩在穷人的背上致富的。该受谴责吧？也许。但科斯会这样辩解：穷人抗风险能力差，他们很难找到愿意借钱给他们买房子的人。而愿意借给他们的是那些愿意冒很大风险的人。所以他们必须靠收取高额利息来补偿。如果比较幸运，一年中经济形势良好，就业率提高，没准所有借钱的人都能付清高额利率，无人违约。但是下一年经济也许会低迷，违约率就会提高，这样公司就有可能被欠款拖垮。

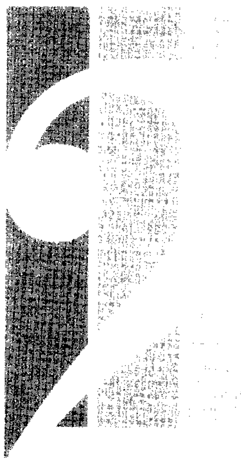
还好，这种为活动房屋抵押借贷所做的辩解倒全是真话。没错，大多数银行是不会向穷得只买得起活动房屋的人借钱的。只有那些愿意承担很大风险的人才会这样做，只是他们需要补偿这种风险。

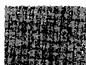
投资咨询和管理行业的巨大利润是不是也如出一辙呢？这一行业的最主要借口就是人们希望得到专业的投资咨询和管理。但是如果投资行业只说实话，并如实为顾客做咨询的话，这一行业的规模和利润都会大大缩水。因此，整个投资行业都必须卷入大谎言中以维持利润。它必须在法律允许的范围内对收费尽量轻描淡写，对收益尽量夸大。

这不是向客户提供咨询服务，而是欺骗他们。也许投资大谎言的全部借口就是客户拼命地、急不可耐地想要被骗。

我已经告诉读者投资者为专业投资人士的服务支付多少费用。现在我们要考察一下他们付这些钱究竟得到了些什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





第2部分

你将获得多么可怜的回报

HOW LITTLE YOU GET

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章

为什么专业投资者无法预测市场

在前面的章节中，我对专业投资咨询和管理的费用做了说明。现在我要说明为什么你从中得不到好处——也就是说，为什么你的财富无法因此增加。

在本章中我要以非常有力的证据说明我们为什么不能期望专业经理成为市场的赢家。在接下来的章节中，我要陈述说明他们的确不能在市场上胜出的广泛证据。

主动型管理和被动型管理

假设有人问你想选择怎样的投资经理，是试图超过股市均值的经理还是满足于和均值差不多的经理。你会怎样回答呢？

最好的答案是“喔，要看成本”。有必要为在市场上胜出而多花钱吗？

我在前文中解释过，产权投资资产经理主要有两种。那些试图超过股市平均水平的叫“主动型经理”。他们的管理叫“主动型管理”。收费的投资咨询师一般会推荐成本高的主动型经理。那些并非为超过市场均值而选择股票的人被称为“被动型经理”。

被动型管理

被动型管理策略不会去尝试确定哪些股票比其他的更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好。它们一般向股市几乎所有的股票或者某些子范畴——如标准普尔500指数的所有股票投资。这种投资手段被称为“指数化”，其思想是持有一种和市场整体或亚市场分布方式完全相同的证券组合。因此，投资业绩既不会超过也不会低于(除了少量费用)市场指数。

在某些案例中，就像共同基金管理公司维度基金咨询(DFA)一样，交易也是被动的。简单来说，基于其他人进行交易的理由很愚蠢，或者在交易时放弃了太多利润这个假设，DFA在其他交易者疯狂地买卖股票时只是简单地采取了相反的行动。因此，DFA的指数基金也许并不总是精确地遵循指数分配，但它利用其他人交易心切，使业绩有所提高。

被动投资管理的费用较低——主要市场指数基金对散户的收费约为20个基点(一个百分点的20%，也就是0.2%)或者更低，对大投资者或机构投资者的收费会低至5个基点(一个百分点的5%，也就是0.05%)甚至更低。广大美国国内指数基金目前对等于或高于10万美元的投资收取的费用为10个基点或更低。由于机构投资者手头被动管理的证券组合规模会相当可观，达到数亿甚至数10亿美元，他们可以享受更低的基点费用。这种规模使成本因经济规模而降低。

除了与市场或亚市场配比相同的指数证券组合，还出现了各种各样的所谓指数基金、准指数基金和伪指数基金，它们失去了许多真正的指数基金所具有的大多数或所有收益。通过高昂的费用可辨认这些基金。

主动型管理

同被动型投资管理相反，主动型管理试图找出市场上比其他股票业绩好的股票——也就是那些未来的回报率较高的股票。主动型投资经理的收费高于被动型管理，因为选股的人薪水极高，因为他们经常向外部购买投资研究报告，还因为他们的利润空间更大。

主动型管理的共同基金年收费介于0.3%到高于3%之间，均值在1%到1.5%之间。投资散户也可以和分散账户经理一起投资，最低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资额为10万美元，收费仅为0.5%左右。但是他们只有通过咨询师才能与这些经理一起投资——这就意味着他们还要向咨询师支付费用。

机构投资基金比散户承担的主动型管理的成本低，因为基金一般比个人资产多。然而主动型管理的成本依然比被动型管理高得多。

主动型经理如何选股

主动型经理将大部分精力投入在个股选择中。他们有时试图将股市作为整体来评估——什么时候进入，什么时候退出——如何将能源和技术分配到单个市场部门中。

一个典型的主动型投资管理公司选股的程序大致是这样的。查看所有股票（如所有的美国国内公司）的数据库，从中筛选出大约200只符合条件的股票。筛选是通过数据库过滤器以诸如盈利增长、交易规模、市盈率（P/E）以及权益负债率等特征实现的。市盈率或权益负债率过高，或者盈利增长或交易规模过低的股票可能会被筛除——有时也会运用完全不同的筛选方式，这取决于经理的投资指导思想。除此之外，独立研究报告的研究结果，业界交流和阅读也会对选股产生影响。

接下来要对筛选出的公司做基本的分析，也就是对它们的财务报表进行详尽分析，做出盈利预测。预测的一般是来年的盈利，以及这以后的盈利增长率。此后会用整付现值公式，一种将未来盈利价值折现到现在时点上的数学公式推导出“实”价——公司交易的股票“理所当然”的价格。他们把这个“实”价同市场上真正的价格进行对比。如果“实”价较高，那么这只股票在当前市场价位下就算是便宜的产品，应该买入。如果“实”价较低，就说明这只股票目前价格过高，应该卖出，也就是不应买入。

这就是主动型资金管理公司的流程，类似的流程还用来决定市场整体或者部分是否被高估或低估了。经理会为这一流程另外收取占资产的1%左右（大客户收得较少）的费用。

此后，除了经理收取的费用之外，如果投资者聘请投资咨询师的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话，投资咨询师还会在选股的资金管理人之间进行选择，挑选出最擅长选股的。咨询师会为这一附加服务另外收取 1%。

问题是这种对好股坏股的区分对投资者毫无价值。为什么呢？

信息集中的神话

前苏联和主动型投资经理之间的相同之处是什么？是两者都相信价格可以不由市场来决定。

由于前苏联的解体，这种信念的错误之处现在已经充分显露出来。苏联中央规划者不相信市场，他们建立起庞大的官僚机构，决定一个工业经济中大大小小每一种商品的价格。千果、螺丝钉、拖拉机、生产线传送带、土豆、油井、扣子、布料、床、椅子、母牛、面包、伏特加酒瓶等大大小小所有商品都必须由中央来定价。多么大的挑战啊！你觉得你能很好地应对这些挑战吗？你可能也预料到了，他们做得并不太好。

他们的行为与供应、需求和价格方面的基本经济法则背道而驰。价格激励人们生产和消费。如果价格过高，就会导致生产过剩、消费过低。生产过剩严重会导致浪费。如果价格过低，就会导致生产不足。于是人们会排队购买为数不多的产品。

同样，主动型投资经理坐在曼哈顿的办公室里推算价格的方式并不起作用。在对数据进行考察之前，让我们先探索一下主动型经理的方法无效的原因。对原因的探索有助于我们了解或许是 20 世纪最伟大的政治经济学家弗雷德里克·冯·哈耶克(Friedrich von Hayek)的理论。

贯穿20世纪的经济学生涯

弗雷德里克·冯·哈耶克的生命几乎跨越了整个 20 世纪。他一生中的转折、起伏都同 20 世纪的大事件紧密联系着——德国民族社会主义兴起、英国和北欧的社会主义，以及最为壮观的苏联的兴衰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哈耶克于1899年5月8日出生在奥地利维也纳一个上流社会家庭。第一次世界大战时他曾担任过炮兵军官。20世纪20年代，他受到以路德维格·冯·米塞斯为首的奥地利学派自由主义市场经济思想的影响，并成为该学派的著名代表人物。1931年他受聘伦敦经济学院，在伦敦与另一位被公认为20世纪最杰出的经济学家——剑桥的约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)唱反调。尽管两人私交很好，但哈耶克和凯恩斯所持的经济学理念却截然不同，他们在学术上是一对辩论的伙伴。此后哈耶克于1950年在芝加哥大学执教——尽管不是在经济学系，而是作为社会思想委员会的成员，因为人们不把哈耶克的理论视为经济学，而是视为社会和政治哲学，即使像弥尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)这样看起来与他志同道合的经济学家也这样认为。1962年，由于感觉更习惯欧洲的方式，哈耶克转到了德国一所距弗莱堡黑森林不远的大学。

哈耶克在从20世纪20年代末至90年代初漫长的职业生涯中，始终强烈反对社会主义和形形色色的“集体主义”——法西斯主义者、共产主义者或社会主义者。他职业生涯的大多数时间里都和时代严重不同步。二十世纪三四十年代，人们认为资本主义已是穷途末路，资本主义世界发生了大萧条，催生了法西斯主义。人们普遍认为政府应该采取强有力的控制手段约束资本主义的生产过剩。

哈耶克的涉猎广泛，对经济学中许多领域和社会思想都有研究，尽管他对一些问题的看法有所变化，但他始终坚信社会主义和集体主义倾向是危险的，会导致极权主义。1944年，他出版了著名的《通往奴役之路》(*The Road to Serfdom*)，这本书成为很有影响的畅销书，书中提出警告说英国及其他国家所走的政治路线会使他们重蹈纳粹德国和苏维埃俄国覆辙，出现过剩。尽管这本书使他成为当时以福利国家论为导向的经济学界的另类——他后来回忆说“这本书走得太远，使我在专业圈内名声扫地”——这本书还是很畅销，尤其是在反对新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政的美国，售出超过 60 万册，他因此踏上了长长的演讲之旅。不仅如此，苏维埃经济和东欧一部分社会主义国家由于广大国有经济部门的推动，在二十世纪五六十年代时似乎一片繁荣。哈耶克主张的东西似乎与现实格格不入，他的专业声望受到动摇，本人也很沮丧。

1974 年，哈耶克侥幸与主张福利国家的经济学家纲纳·缪达尔(Gunnar Myrdal)共同荣获诺贝尔奖。据《纽约客》的约翰·凯西迪(John Cassidy)说，缪达尔后来表示，要是他当初知道自己必须和哈耶克分享诺贝尔奖的话，他宁可放弃该奖。可见哈耶克在当时一统天下的左翼经济学家中名声有多差了。

诺贝尔奖令哈耶克精神大振，也使他的专业生涯气象一新，但是使哈耶克知名度空前的是，20 世纪 70 年代中期，英国的玛格丽特·撒切尔接受了哈耶克的学说，把它作为英国保守党以及这之后撒切尔革命的理论基础。美国的罗纳德·里根 20 世纪 80 年代也效仿这一政策。

1989 年，苏联在其本身不稳定的经济的重压下解体。凯西迪写道，据哈耶克的儿子说，当时 90 岁高龄的哈耶克会眉开眼笑地观看柏林、布拉格和布加勒斯特等地的电视节目，说：“我早跟你们说过了。”

哈耶克的价格理论

哈耶克的核心理论是 20 世纪 30 年代末至 40 年代初提出的，主要发表在 1937 年的“经济与知识”以及 1945 年的“知识在社会中的作用”两篇文章中，此后他又无数次对其修正。他认为，经济运行所需的知识就其本质而言有必要分散在许多掌握不同地方性知识的人之间，所谓地方性知识，也就是有特定地点性和时间性的知识，任何一个个人或集中式的组织都不可能完全掌握这种知识。因此，经济生活中所面临的问题在于如何对信息中最有价值的部分在人与人之间的传递进行组织。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幸运的是，经济生活中所必须的传递系统在存在公开竞争的情况下能够自发地组织，不需要中央控制。价格体系就是这样。任何单个的人或组织都无法掌握足够的信息对所有商品定价。价格通常只具有地方性知识，也就是具有特定时间性和地点性。价格是一种“突显特性”——一种不能归于一个系统，但从系统中自发产生的特性。

哈耶克强烈反对经济学界盛行的（今天在很大程度上依然盛行）认为掌握全部信息的个人拥有完美知识的假设。有了这种完美的知识，就可以用数学公式来确定最有效的资源分配方式。哈耶克把这种错误称为“科学至上主义”——在社会科学中模仿自然科学方法，或者是“将我们在研究自然现象时已经形成的思维习惯错误地转移到社会现象中”。哈耶克认为这种假设恰恰与经济学的中心问题南辕北辙：如何分享最有用的信息，这些信息应该是分散的，因此任何人都不可能掌握全部的信息，甚至连掌握大部分也不可能。

主动型资金管理的科学至上主义

奇怪的是，在主动型资金管理这个现在打着自己的科学至上主义品牌的行业中，有许多人把哈耶克当作伟大的社会和经济哲学家，他们觉得哈耶克从来都是对的。我认为这是由于他们并未完全理解他的理论，或者并不理解理论的内涵。与此同时，他们每天都在实践着他们的科学至上主义，预测未来的收益，并用数学公式将它们折成现值，得出所谓的实价，就像他们自己就能了解世界上一切地方性的、分散的信息一样。

比尔兹敦的女士们掌握的是真正的信息，虽然他们只了解信息中微不足道的一部分——由于她们所处的特定位置和时代而为她们所熟知的分散的信息。其中一位女士在参加聚会的途中注意到沃尔玛的停车场上停满了汽车。这就是一条信息，对她们的购买决定产生了影响。还有一位女士参加聚会时带了些“好时拥抱巧克力”，她们都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很喜欢这种巧克力，这也对她们的购买决定产生了影响。当时所有人都了解这些信息吗？不。这一条条信息，不论它们多么微小，都是市场中真实的信息，价格就是在这些信息的基础上形成的，而不是由居于中央的规划师和坐在华尔街办公室里的人用计算器算出的收益预测或贴现率决定的。这就是人们仰慕比尔兹敦女士们的原因——因为她们把握了中心地带的确凿信息，尽管不过只是为数不多的零散信息。凭借这点信息她们无法预言市场价格的主要走向，也不可能暴富，但是这些信息也许能够使她们在做决定时比不了解信息稍稍好一点。

相反，华尔街的股票挑选者则狂妄自大，他们相信仅仅通过定价系统的神奇机制，分享数量大却非常分散的地方性知识就能够超越所有那些小人物了。他们受到科学至上主义的影响，以为完全依靠事实，像自然科学家那样计算一些数学公式，就能推导出众人无法接近的真相了。

科学至上主义相当容易导致谬误。用过现有的价值公式（以及许多其他包含投资行业"复杂"数学的公式）的人都完全清楚企图用公式得出准确结果只是骗人的把戏。

举例来说，现有的价值公式对输入的数据极其敏感。前提假设——预测收益增长率或贴现率——中很小的变化就会导致最终"真实价格"的巨大不同。使用公式的人只要对输入的数据动动手脚就可以随心所欲地得出任何他想得到的结果。由某个预测增长率值而得出的"真实"价格可能远远高于市场价格，而只要把这个值降低 0.5% 就可以得出比市场价低得多的"真实"价格。

这种敏感性的结果实际上就是分析师所做的一个主观的判断，然后对数字进行加工，让公式支持这些数据。这种做事方法很可笑，但是似乎无法说服股票挑选者，让他们相信这与真正的科学和数学毫不相干。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变化无穷尽

投资者寻求投资咨询的原因之一是投资选择多得令人眼花缭乱。普通投资者既可以对六千多种公开上市的美国国内股票和美国公司及联邦、州和市各级政府的上万种债券做任意组合，进行直接投资。

投资者也可以从数千种共同基金中任意选择一个或几个进行投资，将其作为直接投资的补充或替代。

你也可以向外国公司的股票和债券，或者非美国政府债券或包含以上两者的共同基金进行投资。你可以通过房地产投资信托(REITs)或者像政府国民抵押协会债券那样的住房抵押贷款证券。你可以投资 TIPS——由美国政府发行的抗通货膨胀的国库券；也就是说这种国库券提供略高于通货膨胀率的少许固定收益。或者，你也可以做商品投资，投向大豆、猪腩、可可、油或贵金属，或者这些商品的组合。

这还不包括我稍后要谈的衍生品。

我提到的所有投资有两个共同点。这些共同的因素使它们在投资者看来相当接近——几乎没有区别，除了名字不同之外。

第一个相同点是它们的价格都由且仅由市场决定——市场在这方面非常灵敏。因此，它们的价格都是在竞争中形成的。

第二个共同点是每个投资产品都有且仅有一种输出形式——一股时间间隔各异的现金流。

这些名称各异的投资选择和你在一个大型百货商场里买东西时面对的眼花缭乱的消费品不同。你在那儿能买到东西包括能奏出旋律的，做面包的，打网球的，浇灌花园的，骑的，照相的，挡雨的，遮阳的——一句话，你购买的产品能按照你的选择发挥完全不同的作用。

相反，投资产品则只能用来做一件事：它们在不同的时间间隔中产生现金流，仅此而已。不能挑选颜色，不能挑选号码、形状或音乐伴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奏。你得到的全部就是选择现金流何时发生，是固定的还是不确定的。除此之外就没有什么东西能区别这些投资产品了，除了它们的名字。

即便现金流定时的区别也不那么明显。目前，有太多方法使现金流“可转换”——也就是将某一时刻的现金流转换为另一时刻的现金流——它们在什么时刻发生并不重要。比方说，如果你购买六年到期的债券，但其实你第七年才需要这笔钱，没问题——你只需把这笔收益在一个银行或货币市场共同基金里放一年就可以了。另一方面，如果你在债券到期前一年，也就是五年内就需要这笔钱也没问题——你可以把债券在市场上卖了，或者，如果你愿意的话，你可以以债券为担保从银行贷一年期的款。在任何一种情况下，你都可能会损失一些东西，因为你不可能完美地估测时间，不过损失并不大。或者，如果你已经对一只分红的股票进行了投资，而分红不足以满足你的财务需求的话，也没关系——你可以抛出一部分股票弥补这一差距。

除此之外，由于投资价格总是受到市场上出价的影响，它们在性价比方面几乎是相同的。像个人电脑这样品牌众多、竞争激烈的知名消费品由市场定价，肩并肩竞争。类似的，投资产品也是由市场来定价的，肩并肩相互竞争。购买个人电脑时你会面临许许多多选择。但是当你对这些选择仔细考察时就会发现它们不过是彼此的复制品而已。你不太可能发现非同寻常的便宜货——你出什么价买什么东西。假如你为同样性能的个人电脑付了更多钱，你多半会觉得这台电脑更安全——也就是说风险更小。投资产品也一样。除了风险，它们在其他方面都一样。

这就将所有这些投资之间的基本区别简化得只剩下一种：它们的风险有多大。除了它们本身的风险及投资风险之间的关联的区别之外，并没有其他的实质性区别。

因此，在令人眼花缭乱的可能性中做出复杂的选择可以简化得非常简单。稍后我会告诉你究竟有多简单，我先对荣获诺贝尔奖的理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论做一下介绍。

不要让任何人——尤其是出于高收费的目的——告诉你这有多么复杂。

解释市场表现不确定性的理论

在解释主动型资金管理人绩效为什么无法超过市场均值的经济学理论中，最出名的叫“市场有效理论”。不幸的是，在我看来，市场有效理论中常见的说法本身就充满了科学至上主义的意味。

市场有效理论经常提出这样的观点：“估测真实价格的最佳参照物是市场价格”。这种说法假设存在一种叫“真实”价格的东西——它把价格当作一种坚实的、持久的物理真实，而不是数万亿拥有差别巨大的无法用科学解释，甚至无法确定的基本偏好的人的需要和欲求在某一特定时刻的表达。有效的市场理论建立在一个极其不现实的假设之上，这个假想是信息完全透明的现代市场使人们可以掌握完美的信息，并且，作为一个群体能够“理性地”对其诠释以做出正确的定价。

哈耶克解释得更好

这一切都很“不哈耶克”。市场有效理论中不幸的标准化的表达引发了一场目前关于投资者是否“理性”的没有意义的辩论。辩论双方似乎都想当然地认为每一个投资者都充分了解确定市场价格所的信息。一方主张投资者“理性地”诠释它，而另一方则认为他们并非如此。

我们并不需要考虑投资者（消费者）是否理性，无论理性的含义是什么。价格形成于消费者与投资者之间需求和口味的互动中——而口味是无法计算的。

20世纪末，对亚马逊网站股票的需求空前强烈，带动了亚马逊股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的升值，高得令著名的财经学者，内容丰富的畅销书《漫步华尔街》(*A Random Walk Down Wall Street*) 的作者及市场有效理论的信徒伯顿·迈吉(Burton Malkiel)认为超出了理性范围。迈吉在《华尔街日报》上发表了的一篇文章中指出，从未来收益的贴现后现值来看，亚马逊网站无论如何也不可能值这么多钱。

不过对投资者来说，它显然值这么多钱。为什么一幅摆放在架子上的汤罐出自名家之手就值五千万美金呢？当然并不是因为这副画未来收益的贴现后现值，而是因为人们相信将来有人会花一亿美元买这幅画，这也许和人们高价购买亚马逊网站的股票是同样原因。当然，这是场蹊跷的把戏——人们必须猜测其他人此后会付多少钱，弄准时间。不过这是"非理性"的吗？

不，哈耶克的公式要好得多，会得出基本相同的最终结果。它仅仅假定人们有自己的需要和偏好，再加上基于许许多多处于不同时间和地点的个人所掌握的具有时间性和地点性的直接经验的高度分散的信息，这些自然而然得出一种价格体系，传递同其他人交易任何商品所需信息的精髓。

不过，市场有效理论在哈耶克价格理论的直接影响下，关于通常的价格随时间变化的"随机游走模型"应运而生。我们很快会对"随机游走模型"及其令人惊异的广泛意义进行考察。

不过，先让我们简单看看统计证据如何解释专业投资经理绩效无法超过市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章 职业顾问和经理人的惨败

如果哈耶克的观点无法让你相信资金经理人对价格的估算并不见得比大众估计更准确的话，那么主动投资管理的失败记录可能会让你信服。

现在我们回顾一下这个记录，首先做一个简单的回顾，然后再大致回顾一下整个研究的过程。

高于市场绩效的不可预见性

关于职业投资经理人和顾问的绩效的统计记录不计其数，并且内容详实。学术研究和投资领域有许多拥有自己的数据库的公司，对于这个问题都曾有过多次分析。

我自己进行的研究是在 20 世纪 70 年代初，当时我在一家经纪公司找到第一份工作，是利用当时机构基金经理人的最大的投资绩效数据库进行的。

80 年代末 90 年代初，我接触到有关管理投资账户绩效的大量数据，进行了更多的研究。这些数据由经纪公司输入，他们定制了一个电脑投资绩效测量系统，我是其中的一个合伙人。

在两次研究中，我使用的都是私有数据库。研究结果不能发表。但是有大量的研究是使用公共的数据。那些研究的结论和我用私有数据库研究得出的结论相同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于投资绩效的简单事实

结果说起来很复杂,但是也可以化繁为简。所以我们先简单的看一下。

第一步：显然，所有的投资者的平均绩效都和股市平均水平相当,对吗?

股市的平均绩效是由威尔夏 5000 这样的股市指数来衡量的,包括美国国内的所有股票。有时也用标准普尔 500 来评价股市。两者较为接近。虽然标准普尔 500 包括 500 支大股票,但是却占美国股市市值的 70%。道琼斯指数只有 30 股,纳斯达克,只代表股市的一部分,主要是科技股,就更缺乏代表性。

因此,如果将美国股市的所有投资者的投资绑在一起,评价其总体绩效,那和威尔夏 5000 及标准普尔 500 的结果差不多(成本和税前)。

第二步:美国的股市投资者有两种:为客户投资的职业投资者和一般投资者。

两者之间的分野非常明显。为客户投资的职业投资者必须注册为投资顾问。他们经营共同基金及资金管理公司,他们的绩效也是公开的。某些利基市场(Niche market,指某个市场中的一个细分市场,也指被大企业忽视或有意放弃的小市场;是一个相对比较专门、集中的市场区块,针对性满足某个特殊需要、特殊族群),如对冲基金也占市场的一小部分。

第三步:如果职业投资者知道怎么获得更好的投资绩效,那么他们作为一个群体的绩效应该比一般投资人好,对吗?

职业投资者和一般投资者组成了整个股市，所以如果职业投资者的绩效优于一般投资人,那么他们一定优于市场。

但是……

第四步:职业投资者作为一个群体并不优于市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上，所有的统计研究都一次次地证明，平均来说，职业投资者的整体绩效并不比市场平均绩效好，有时甚至要差一些。总之，统计证据表明职业投资者作为一个群体而言，对不起付给他们的费用。

第五步：现在，稍等片刻。你不停地提到作为一个群体，谁都知道有些优秀的专业经理人优于市场。

但是……

第六步：有些投资者的绩效总是优于市场，但可能只是一半人。

如果没人优于市场平均水平，那也没人低于市场平均水平。每个人的绩效都和市场的平均水平相同。这种情况只有当每个人持有同样的投资组合时才会发生，因为每个股票的绩效是千差万别的。所以，在任何一段时间内，有些投资者会优于市场平均水平，有些低于市场平均水平。

第七步：但不是有些职业投资者不断高于市场平均水平吗？

非也。

第八步：几乎所有的统计研究都表明，职业投资者的成功既无持续性也无可预见性。

用我在贝克尔经纪公司工作的研究结果就能轻易地解释这一点。

我们有一个巨大的绩效统计数据库，其中包括员工福利基金、基金会基金和捐赠基金。我们的电脑程序计算的是所有基金的回报率。按回报率排名，取中值和四分位值。如果一个基金位于第一四分位数，那么就意味着它属于基金中25%绩效最好的那一部分，如果在第二个四分位数，则是属于绩效甚佳，但是次于第一组的这部分基金，以此类推。

如果优异的绩效能够持续，那么某一时段处于中等水平以上的基金在下一个时段仍然处于中等水平以上，而某一时段处于四分之一的那些绩效最佳的股票在下一个时段仍然保持优异的绩效。

但是数据现实并非如此。绩效中等的基金中只有一半在下一时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

段维持在中等水平，而绩效最佳的25%的基金中只有25%的基金能够维持原来的水平。似乎它们的绩效有很大的随机性。

同样的结果反复出现，这就导致了……

第九步：高于市场的绩效是不可预测的。

简而言之，你可以选择一个职业经理人直到血本无归，但是成功的机率不会超过50%(交费和税前。更不用说税费之后了)。

这时，仍然心存疑虑的人会说："那么彼得·林奇和沃伦·巴菲特呢？"我将在第13章中详细谈这个问题。但是现在，你要么有足够的智慧，要么运气好，才能让这两人在他们事业巅峰的时候做你的职业投资经理人。事后诸葛和先见之明有着天壤之别。

支付一个职业经理人或是一个职业顾问高额费用，结果发现他们让你的投资高于市场指数(还不算费用和税)的机率不过是一半对一半，并不比你自己做好，值得吗，答案是否定的。

最好的将变成最差的

能够说明过去的绩效不能预示未来的绩效的一个典型的例子就是《经济学家》2003年7月11日的一篇文章。这篇文章讲的是从1996年底到1999年底的3年间，绩效最佳的10个共同基金在接下来的三年里被列入绩效最差的那7%的基金的行列。

如果你在2000年初投资前3年绩效最好的那些基金，那么你将惨遭灭顶之灾。在接下来的3年里，你将失去70%的投资。很多投资者确实是这样做的，很多人是按照专业投资顾问的意见进行投资的。

过去最好的投资者成为以后最糟糕的投资者并非典型。统计数字表明，更常见的情况是有一半最优秀的投资人比一般的投资人要好，另外一半不如一般的投资人。但是总的教训是简单而有悖于直觉的，即过去的投资绩效并不能预示未来的投资绩效。

我并不是说职业资金经理人不聪明或知识不够。他们都受过良

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的教育。他们一直不停地了解经济、市场、技术和时事。但这并不意味着他们能预测市场或股价。

学术研究记录

回顾专业投资管理的失败之后，现在我来简单谈谈数不胜数的研究记录。

这个研究要追溯到一百年前。包括激烈的争论和常出现的异象。但是最终，结果却是一致的。这些结果可以概括为如下三点：

- 职业投资经理人的平均绩效并不优于市场一般绩效。事实上，相对于支付他们的费用而言，他们的绩效反而比市场的平均水平低。
- 没有任何股价或投资回报的趋势可以继续维持，除了对长期回报的积极期待，所以会出现没有规律的波动。高风险的多种投资证券组合的回报预期要高于低风险的投资，但是可能的损失的风险也要更高。
- 过去任何持续的模式或趋势要么无法持续，要么在投资者付出正常的成本（费用、佣金和花费）后发现不能保持强劲势头。

如果职业投资者有优势的话，那么唯一的优势就是和非职业投资者相比，他们可以以比较低的支出用自己的账户投资。当然这一优势对于雇用职业投资者的非职业投资者而言毫不用处（除非职业投资者愿意免费或收取现在费用的10%乃至1%）。

关于股市无常的最早著作

1900年，法国数学家路易斯·巴切里亚比爱因斯坦早5年在他的博士论文中提出布朗运动的数学理论，又称之为“随机游走”。在他的晚年，巴切里亚在法国的一家小型学术机构继续他默默无闻的职业生涯。虽然他的研究以数学领域的概率而闻名，若不是1954年经济学家、诺贝尔奖获得者保罗·萨缪尔森重新发现了他的著作，可能他还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不会被金融界熟知。

巴切里亚用数学的方法描述了随机的价格变化，用巴黎证券交易所的股价验证他的数学模型。读者可能会对 1900 年的证券和今天同样复杂而感到惊讶。巴黎证券交易所的有些衍生证券有些很奇怪的名字如"contangoes"，"call-o'-more's"，也有我们今天的期货、期权、收益和多空套做。

表 7-1 25% 的选择概率

	计算概率	观测频数
45 天过期	0.41	0.40
30 天过期	0.47	0.46
20 天过期	0.53	0.53
10 天过期	0.65	0.65

在公布他的数学模型和实验证据之前，巴切里亚关于股价做出了很有见地的预见：

波动取决于多种因素，因此，不可能用数学对其进行预测。有关这些变化的见解差异很大，以致买方相信价格会上升而卖方认为价格要下跌。

巴切里亚进一步提出了布朗运动或随机游走的现代数学公式。为了检验他的公式与现实相符，他使用布朗运动模式计算预测概率，即这些金融工具的价格在某一范围内。然后又将这些预测和金融工具出现在价格浮动范围内的频率相比较。在所有的情况下，结果都很接近。他做了多次实验。（其中之一见上表 7-1）。

巴切里亚的随机数学假设能很好地解释数据的结果，这一点比理解表格中的术语更重要（我将在第 18 章和术语表中提到）。

考尔斯委员会（Cowles Commission）

1929 年的股市崩盘和其后的经济大萧条引发了人们的兴趣，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的股市灾难是否能够避免。百万富翁阿尔弗雷德·考尔斯在股市崩盘时损失惨重，他捐款以自己的名字建立了一个委员会，即考尔斯委员会。该委员会其后多年仍然在进行经济学和股市的研究。

考尔斯委员会的第一批研究项目之一是研究股票和股市的运动是否能够预测。1933 年报告的最初版本，叫《股评家是先知吗？》，用三个字概括就是“不确定”。

考尔斯报告考察了 16 家金融服务机构、25 家保险公司、24 家金融出版社以及华尔街日报的主编威廉姆·彼得·汉密尔顿的建议和市场预测。结果他们的建议均比市场平均绩效差，每年低 1.2%到 4%。例如，包括简介中提到：

16 家金融服务机构在 1928 年 1 月 1 日到 1932 年 7 月 1 日间提出了 7500 条个人投资股票的建议，每年的平均记录比一般投资记录低 1.43%。绩效最好的个人记录的统计检验也没有表明他们展现出技能，更多的是他们运气好。

换句话说，股票预测师的绩效有随机性，而他们的绩效甚至比随机的绩效还要糟糕。

股市价格的随机性

在接下来的 30 年里，各个领域的研究人员都进行了股价研究。最典型的是 1953 年伦敦经济学院的教授、统计学家莫里斯·肯德尔(Maurice Kendall) 所做的研究。肯德尔认为股市和商品市场将能为研究可预测的模型提供数据来源。但让他感到意外的是，他并没有找到这样的模型。

其他几个研究也得出相似的结论。如研究农产品价格的霍尔布鲁克·沃金(Holbrook Working)，美国海军研究实验室的天体物理学家奥斯伯恩(M.F.M. Osborne)，统计学家哈里·罗伯茨(Harry V. Roberts)。他们的发现以及肯德尔的研究，巴切里亚的论文，还有其他一些论文，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 1964 年重印，汇编成一本书，叫《股市价格的随机性》(*The Random Character of Stock Market Prices*)，该书由麻省理工学院的教授保罗·库纳(Paul Cootner)编辑。

本书中的典型分析就是肯德尔的结论：

在定期观察的价格中，不同时间的随机变化很大，以致掩盖了系统效应。数据的绩效似乎是随机的……直到能够找到一种解决这一困难，一种适合任何情况的模式，但是这是一件很冒险的事。

总之，肯德尔发现“噪音”战胜了“信号”(如果存在的话)以致决定任何潜在的模式要么是不现实的，要么是不可能的。

共同基金研究

因为很多职业管理的共同基金的绩效可以从公共数据库获得，因此 20 世纪 60 年代人们对共同基金的绩效进行了研究。没有一项研究表明它们比随机的共同基金绩效好。事实上，除去支出外，反而比市场平均水平差。威廉·F·夏普(William F.Sharpe)分别在 1944~1953 和 1954~1963 年间研究了 34 个共同基金。研究结果最具代表性的是夏普认为“从 1954 年到 1963 年，一般共同基金和道琼斯股票绩效一样好的机率超过了 100 比 1。”

不久以后，前言中提到的迈克尔·詹森(Michael Jensen)的研究在 1968 年的《金融学》上发表。詹森对共同基金的研究表明：一、投资专业人士管理的共同基金不高于市场平均水平；二、共同基金高于或低于市场平均水平是随机的，无法预测。

詹森独特而永恒的贡献在于他用希腊字母的第一个字母 α 来衡量共同基金的风险调整绩效。这种度量的办法维持下来，现在和 β 成了证券管理和衡量的行话。我将在第 12 章中再谈这个问题。

如果共同基金的绩效不比市场好，那么 α 的值将是零。詹森发现“除去净支出以外 α 的值是负 0.11，这就意味着相对于风险水平，基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金每年比该获得的利润少 1.1%。

对于共同基金的研究不可胜数，因为不缺乏数据。证券交易委员会要求他们报告结果。但是共同基金的数据也存在一个问题，即所谓的“存活偏差”。绩效不佳的共同基金会被抹去。他们要么被关闭，要么和其他绩效好的基金合并。因此他们的数据可能会从数据库消失，只剩下绩效好的基金。要修正这个问题，共同基金的研究人员不得不费尽力气挖掘不复存在的基金的数据，并将其输入数据库中。

当“存活偏差”这个问题解决了之后，共同基金的研究结果无可避免的出现了一致的情况：一般的共同基金在风险调整之后，并不比市场平均绩效好；实际上，通常要低于市场平均绩效，差距接近基金的费用和支出。例如，夏普认为“共同基金股票持有者获得的实际结果（在减去基金运作的相关费用之后）不如道琼斯证券。这和我们之前的结论一致，即在其他条件相同的情况下，基金费用比越小，股东的收益越大”。1997 年，南加利福尼亚大学的教授马克·卡哈特（Mark Carhart）研究了 1962 年 1 月到 1993 年 12 月间 892 个不同的基金，得出这样的结论：

> 我发现支出比、组合周转率以及佣金和基金的绩效呈现负面的关系。支出比对基金绩效的影响达到了 1∶1。每笔买卖交易中，周转率使基金的绩效减少 95 个基点（接近 1%）……令人惊讶的是，平均收费基金比一般免佣金基金的绩效每年差 80 个基点。

结论就是投资者不仅什么都没得到，连带共同基金的支出、佣金和交易成本，反而亏本了。

“异象”的出现

20 世纪 60 年代末，由于大量的证据和有效市场理论，学术界普遍认为股市不过是随机游走，职业投资者无法击败市场。然而，这种学术派的观点正如我在前言中所说的，并不妨碍商界的职业投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宣称他们能够击败市场，并且应该有更高的报酬。

后来，有些学术派的研究人员开始关注股市数据的"异象"，这些数据引发的问题是市场是否是有效的。例如，人们发现如果你过去每年在1月的第一天投资，几天之后卖出，你将会有很好的收益。这种现象被称作"一月效应"。与此相似，如果你在每周一早晨买进，再很快卖出，你也能赚钱，这被称作"周一效应"。

很多研究人员都从数据中发现了很多其他的所谓的异象。从属于国家经济研究局的罗彻斯特大学的G·威廉·施沃特（G.William Schwert）教授对这些异象做了如下评论：

在学术文献对异象进行记载和分析之后，通常他们就消失、反复或削弱了。这就引起了一个问题，盈利机会是否只存在于过去，并从此被套利，或者异象是否只是引起学术界和从业者注意的统计失常。

施沃特说的是很多统计研究是由要发表文章的学术界人士或想找到一个有效办法的行业专业人士做的，注定会出现没有预测能力的随机的统计模式。但即使不仅仅是失常，一旦被发现公布，也会一经披露就消失的。

然而，这不意味着专业投资者在反常的现象公布前就了解，从而能够击败市场吗？这不正意味着你需要找到一个内行的投资经理人，他不会把知道的告诉其他人而只为你服务吗？

果真如此的话，大多数，很多或者即使是很少一部分的职业投资经理人，就能经常意识到股市的异象，并且采取措施，那么研究的发现将会不同。不是说明职业投资者平均不能击败市场，而且市场是不可预测的，他们要显示的是有些职业投资者总是能击败市场，根据统计预测，他们总是比市场绩效要好。

但是不幸的是这些研究显示并非如此。如果真的有绩效优异能够预测市场的专业投资经理人，你也不会找到他们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行为金融

效率市场理论家一开始就提出了行为金融的理论。他们把合理性作为股价不可预测的一个基石。

看起来更有可能的是不合理性将能够解释股价的随机性和不可预测性。确实，这是一个很好的解释。但是效率市场理论家解释为什么股价应该是"正确"的(即尽可能和真实的价格接近)——引发了猜测即投资者都是"理性"的，他们的定价都是正确的(似乎存在一种不受市场影响的"正确"价格)。

当然，这种自称为"行为金融"的领域认为投资者不一定理性，而是时不时以重要而可预见的方式脱离理性。

行为金融领域的人士认为这些可预测的不合理性可以用来预测价格运动，还用来解释统计数据中所观察到的反常现象。

但是和其他异象不同，行为金融的倡议者对于不合理性的解释要么令人费解，要么自相矛盾，或是一旦被发现就消失。结果，不能利用它来帮助投资者击败市场。

芝加哥大学的教授尤金·法玛(Eugene Fama)，仔细研究了行为经济学家宣称的可以预测的异象，他们认为可以通过预测投资者的不理性来预测这些反常现象。异象可以归为两类：(1)非理性投资者对股市或经济事件的过激反应；(2)非理性投资者对股市或经济事件的不充分反应。

法玛发现问题是在行为经济学中，投资者一半时间反应过度，一半时间反应不足。而且，衡量投资者是否反应过度还是反应不足对于研究的时间段极为敏感。短期的研究似乎能表明投资者对事件反应不足（结果随后的价格调整在事件之后和最初的是同样的方向），而长期的的研究则表明投资者反应过度（结果价格调整和最初的相反）。最后，法玛得出结论：

对于股价的过激反应和反应不足同样常见。事先不正常的回报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在事后继续和事后反弹同样常见。更为重要的是，长期回报反常是脆弱的。可能因一些合理的变化而消失。

总之，正如施沃特所言，行为经济学家宣称存在的价格反常不过是异象而已。可能是由于衡量的方式出现统计事故，或是真实的存在条件只在衡量的时段内具有独特性。无论是哪种情况，都不应该期待这种情况会在未来得以继续。因此，他们不能作为击败市场的策略。

其他机构投资者

虽然可以获得共同基金的数据，但是还是使用了其他职业投资者的数据，尤其是投资于养老金、捐赠基金、基金会基金和高净值人士的信托基金的金融管理公司(很多金融公司也经营共同基金)。虽然由于数据有限，研究较少，但是其研究结果和共同基金的研究结果相似。例如，布鲁金斯学院对职业投资管理行业的一份广泛的研究编成了一本书叫《金融管理行业的结构和绩效》(*The Structure and Performance of the Money Management Industry*)，五位作者得出的结论是“养老金经理人的绩效比市场差”。

私人养老金和捐赠基金的数据大都是私有数据，大众是无法获得的。在大多数情况下，都是由能够获得这些数据的人进行研究，比如就我个人情况而言，我曾两次能获得大量的数据。总体而言，数据的所有人和提供者都是业内人士。雇用他们的行业如果资助并公开他们的研究对行业来说没有任何益处，告诉公众他们对投资者的建议和管理他们的财产实际上是无用的。

但是这正是我研究的结果，这些是我不能公开的。幸运的是，通过公共数据对管理共同基金的机构投资者进行的研究显示同样的结果。

对冲基金

研究对冲基金的绩效更为困难，因为每年都会出现几千个对冲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金，又有几百个消失，所以很难进行跟踪，而且只有他们想公布数据的时候他们才会公布。因此对冲基金的数据不仅关系到存活偏差的问题，还涉及到自我选择偏差及其他形式的偏差。此外，对冲基金在过去的几年里像兔子一样四处散开（而那些想留下的对冲基金费用高的离谱），很多都没有长期的绩效记录。

然而，有两项研究证明共同基金的统计特点同样也适用于对冲基金：平均而言，他们不高于市场指数，他们的绩效也是不持续和不可预见的。

普林斯顿大学的柏顿·迈吉(Burton Malkiel)和美国分析集团的阿塔努·萨哈(Atanu Saha)描述了对冲基金开始的典型方式及其对数据偏差的影响：

共同基金必须将季度审计报表向管理者或投资者报告，而对冲基金只有愿意的时候才向数据发布方提供信息。经理人通常用种子资本建立对冲基金，稍后才开始报告结果，而且只有当初始结果有利时才会报告。此外，早期最有利的结果会和同期结果报告进入数据库。

因为结果偏差的存在，商业和金融出版物中引用的对冲基金的绩效都是不准确的，以致可以完全忽略。迈吉和萨哈试图通过祛除精心挑选的数据，增加失败基金的历史数据来修正各种偏差，这些失败的基金常因绩效不佳而被剔除出数据库。即使他们仍无法改正报告数据中的上扬偏差——主要是对冲基金常在破产之前绩效不佳时就终止报告。迈吉和萨哈对对冲基金的估计比公布的数据中的估计要准确的多。

麦基尔和萨哈发现从 1995 年到 2003 年，对冲基金的回报比股市指数低 3.5%，对冲基金的年平均回报率是 8.82%，而标准普尔 500 的年平均回报率是 12.38%。诚然，对冲基金回报的可变性比标准普尔500要低（对冲基金称他们的绩效好，风险低，但是风险是由经理人自己而非外界人士以标准差形式进行评估的）。然而，事实表明对冲基金峭度比较高，极好极坏的可能性都超过一般股票市场投资组合（高峭度值在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

概率分布中意思是“厚尾”，也就是，极端事件出现的概率更大)。

迈吉和萨哈也调查了对冲基金回报是否有可持续性，即好的是否会持续，过去的回报是否能预测未来的回报。

他们得出的结果归纳如下：

我们通过分析赢家是否会在随后的几年里重复成功来验证我们的假设。我们把当年回报率高于中等对冲基金回报率的对冲基金经理人称为“赢家”。所谓的“输家”是回报低于中等水平。对于前一年的赢家，我们询问这些基金下一年是“赢家”(赢家——赢家)还是“输家”(输家——输家)……我们发现赢家能够再次成为赢家的机率是50%。

总之，对冲基金的平均回报率低于一般股票市场的投资组合，风险更高。此外，某一年或者某几年绩效优于平均水平的对冲基金也不意味着在其后的年份能够持续优异的绩效，机率不会高于50%。

考虑到对冲基金的高额费用——据一份估计(见第3章)，每年为7%——你需要他们优于市场绩效的机率达到90%，而不是50%，才能和你付的费用持平。

这些结果和对冲基金的普遍形象相差甚远，人们一般认为对冲基金是富人的游戏，让他们比一般投资者获得更高的回报。

评判总是落伍

因为数据庞大，并且能够轻易地用于统计研究，数据中经常发现异象，无法通过仔细研究一一加以反驳。而且，时不时出现一些小的反常现象也是市场的正常状态。买方和卖方都在不断寻找最好的价格，一旦发现都会加以利用。

问题是没有证据表明为了找到好的价格而支付给职业投资者高昂的费用是值得的。在一个竞争激烈有效的市场上，任何价格优势所获得的收益都将会被你支付的费用抵消——除非你的职业投资人收取的费用远远低于投资服务业的费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章

瞬息万变的市场

现在我将通过一种浅显易懂的方式与你们共同探讨，当市场竞争激烈并且流动性很高（例如，比较容易在其中投资）的时候出现的一种股票市场中既有魅力——有时又十分古怪的——数学与混乱的无特征性。

在20世纪60年代后期，作为一名反对越南战争的早期的学生先进分子，我已经厌倦了那些政治活动，于是我将注意力转回到了我的学业上。我是西北大学理论数学专业的毕业生。我选择专门研究可能性理论。我从未上过有关经济学或者金融学或者其他相关领域的课程。我对于股票以及债券一无所知。我以为它们只不过是同一种事物的不同名称，但无论怎么说，我并不在意。就像事实上当时所有的数学专业的学生和教授——以及其他一些研究领域的学生那样，我对于商业概念很鄙视。

为了开始论文指导老师指定我的第二领域的研究，他给了我一份塔塔研究所（Tata Research Institute）"出版"的用滚筒油印机印刷的十分粗糙的笔记，该研究所是一个印度的研究机构，由在商业方面获得巨大成功的塔塔家族赞助成立。这份笔记是由一个没有名气的日本数学家伊藤清写的。其中的一些数学符号，比如表示求和的大写的希腊字母"Σ"都是由伊藤本人亲手书写上去的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阅读这份笔记是很困难的。阅读高等数学通常如此。这分笔记充满了积分符号、求和符号、逻辑符号、希腊字母、希伯来字母，而实际词汇却十分稀少。这份笔记几乎没有数字，只有偶尔出现的 0 或者 1，以及两个用字母表示的数字：e（也就是自然对数的底数 2.71828……）和∏（也就是圆周率 3.14159265……），一个门外汉看到这些会感到十分惊讶的。有的时候，笔记写的密密麻麻，通常需要花上一天甚至更长的时间才能读一页。笔记还探讨了可能性过程——那些价值在时刻变化着的可变的事物，并且只能用可能性来描述。这些数学对象有其特定的名称，比如“维纳过程”、“布朗运动”和“稳定布雷托分布”。

市场价格运动适应这些模型

在我刚拿到博士学位之后不久，我便在芝加哥的贝克尔经纪人事务所找到了一份工作，我比较快地就弄明白了什么是股票、什么是债券（在我理解为什么利润率上升而导致债券价格的下降的时候，花了一些时间）。但是我很快就理解了股票（和债券）价格运动理论，因为它非常符合我所熟悉的那些数学模型。

无论是从哈耶克的视角出发还是从“完美的信息”视角出发，主流的（至少是在院士中的）观点都是相同的。它过去、现在都完美地体现了“价格反映所有可以得到的信息”这一论述。

如果价格在某一给定的时间——比如，10 月 3 日上午 10 点——反映了那个时间所有可以得到的信息，任何随后发生的价格变化只能归因于那个时间的未知和不可知的新信息。这种价格变化必然从是那些新的、以前不可预见或者不能预见的信息中产生出来的，自上午 10 点出现。因此，价格本身的变化必然是不可预见的、随机的。也就是说，证券价格变化的时间序列不存在连续关系，这意味着根据一个价格无法预测下一个价格。

最近，奥斯本在一篇题为“股票市场中的布朗运动”的文章中可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能首次提出了这一结论，同时霍尔布鲁克·沃金在题为“对在随机链条中平均数的首要不同的相互关系的评论”的文章中也有所提及。早在1900年，法国数学家路易斯·巴切利亚在他的博士论文中就已经提出了相同的结论。

因此，无论是从过去还是从现在的信息出发，未来的价格变化是完全不可预知的。这一简单的事实让我们可以用一个完整而庞大的数学模型来描绘价格的运动——尽管这个数学模型肯定不能帮助预测准确的价格。但是尽管如此，这个模型仍然可以帮助我们预测不同的价格运动的**可能性**。

随机游走模型

这个模型通常指**股票市场价格的随机游走模型**或者**布朗运动模型**——也就是我在博士论文里所研究的内容。

这并不是一个可以被证明是正确的模型，而仅仅是一个给出了所有的现有数据后无法证明其不成立的模型。当然，相同的情况也发生在理工科的物理公式上。可以说，几乎没有什么东西被最终证明了；只能说一个数学模型或多或少的符合数据。

该随机游走模型非常好的符合价格数据。如此一个大容量的价格数据是准备好的，因此我们就有可能一遍又一遍地测试该随机游走模型。它就好像测试中的冠军一样做出榜样。与物理模型一样，它不仅仅有数据的支持，还有一个潜在的理论模型的支持——在这种情况下，也就是充分的市场模型和哈耶克价格理论的支持。

如果该随机游走模型在多次的小范围数据测试中偶尔失败了一次或者甚至失败了多次，仍然不足以否定它。总体的结果是统计性的。如果进行足够多次的测试，那么偶尔出现统计意外是不可避免的。随机游走模型的根据存在于所有的从统计学角度研究出发的测试的总量之中，而并不是单独的某一条或者某几条根据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走势是不存在的

但是该模型蕴涵着让人感到非常难以接受的含义。这些含义相当反直觉。

比如，该模型暗示股票价格中并不存在"走势"这个含义。走势就是最近取得的数据所显示出来的规律性，这种规律性是可以延续的。在股票市场价格中，根据随机游走模型，"走势"这个概念是不存在的。没有什么规律性是可以延续的（并不是说股票价格，经过一段时间，它将会上升——以一种随机的、不可预知的、迂回曲折的模式上升）。

这一点完全符合我们在前面章节里提到的资金管理效绩的连续性的发现。过去效绩良好（或者不佳的）"走势"不具备任何统计学意义上的向未来发展的趋势。正因为这些发现，证券监督委员会要求现在所有对互助资金做的广告都要强调以往的效绩并不一定对将来的效绩有所指向。其实整个的事实更加让人感到震撼。根据所有现有的依据，我们知道，过去的效绩不仅仅不能对未来的效绩有指示作用，而且是丝毫没必要。

当谈起投资市场的时候，让我们改变动词时态

这一发现给我们说话带来了一个难题。我们经常说的那些"大盘走势正在上升"或者"大盘走势正在下降"以及"麦当劳这只股票正在上涨"或者"微软这只股票正在走低"。单词"正在"的用法表示的是一个持续的运动过程——是一种走势的趋势，暗指市场或者股票刚刚持续走高（或者走跌）并且正在持续走高（或者走跌）。

我们必须改变我们的用词。你只能说"市场刚刚走高"或者"市场刚刚走低"，不可以说"市场正在走高"或者"市场正在走低"。你甚至可以说（无论什么原因）你相信"市场将会走高"或者"这只股票将会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走跌”，但是你绝对不能说它“正在走高”或者“正在走低”。

有时候，错误地使用词组“正在走高”或者“正在走低”会导致愚蠢的建议。顾问、金融杂志和时事通讯的编辑以及提供建议的报刊专栏作家总会提到相同的事实：“当市场走高的时候，不要把投资组合里的钱都投到股市里去，最好用保守一点的方式，投资股票和债券的组合。”当然，在股市走低之前，如果那就是你们所说的“股市正在走低”的时候，如果拥有的股票份额较少那就再好不过了。

但是你又怎么会在股市走低之前知道股市将会走低呢？我们想要弄明白大部分情况，既不是从它过去曾经做过什么出发，也不是从它现在正在做着什么出发。现在让我们来看看对于股票市场“正在做”的事情，数学理论是如何解释的。

市场总是瞬息万变

请允许我加入一点点有关于数学的论述，非常简洁地谈一谈。很抱歉——我对此非常感兴趣（是我大学里年迈的老师帮我养成的）。但是除此之外，如果你们能够稍稍容忍我一些的话，那么我想数学理论将会帮助我们阐明价格的运动。

股票的价格和股票市场的指数可以假定有许多走势。例如，在一个交易日，在纽约时间上午 9:30 股市开盘到下午 4:00 封盘这段时间内，股票的价格可能会走数量庞大的走势中的一条。但是因为不存在“走势”这个事实——未来的股票价格变动与过去的价格变动毫不相关——只有一种价格走势是可能的。

从数学理论的角度出发，这种可能的价格路径被“布朗运动的轨道是持续的但又是无法被辨别的”这句话所证实。“持续性的”这个单词指代一条笔不离纸绘出的线条——一条连续不断的线条。价格持续性变动的观点（虽然严格来说这种观点并不正确，因为事实上价格的变动是略微呈跳跃性的）仅仅意味着你能够将价格同一条持续不断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

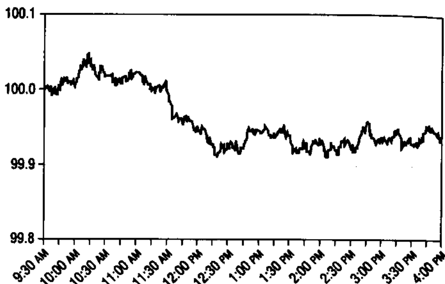
的线条联系起来。

如果一条曲线每处都是平滑的，那么它是可以被"辨别的"——你可以通过该曲线从何而来大体上辨别出其接下来的运动方向。我们说"布朗运动的轨道是持续的但又是无法被辨别的"也就是说股票价格的走势从来都不是平坦的（见表 8-1）。你不仅不能够假设存在价格趋势，而且以上陈述已经告诉我们根本就不存在价格趋势。股票价格时涨时跌，其走向是难以预料的。

一个门外汉对"布朗运动的轨道是持续的但又是无法被辨别的"这个听上去很复杂的数学论断的解释是"股票市场瞬息万变并且总是如此。"股票价格总是在没有任何趋势或者预见的情况下变化万千。股票价格此时此刻的变动根本不能预示下一秒将会如何发展。

法国数学家曼德尔布鲁特(Benoit Mandelbrot)创造了一个新词汇"不规则碎片形"，用来描绘高度不规则的曲线。这个词已经植根于大众的想像之中，可能是因为其优美而又抽象的图像，而这些图像是曼德尔布鲁特使用"不规则碎片形"编写出来的计算机程序创造出的。

表 8-1　一条连续不断却又无迹可循的线条



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

海岸线和股票价格这类不规则图像都是不规则碎片形。它们布满了蜿蜒曲折，根本找不到一条直线，甚至在很微小的距离内也找不到。它们还具有一个特征，那就是通过放大镜观察其规律就好像用望远镜在看一样。

你会期待能够在海岸线上行走而海岸线却深埋在你脚下吗？——这就好比把一张不透明的纸盖在地图上，然后慢慢地移动它，一英里一英里地覆盖这张地图——你会通过上一英里移动的方向来预测接下来的这一英里海岸线将向何处延伸吗？不，你绝对不会的。如果你会，那么你犯错的概率与你正确的概率相当。相同道理，你也不能根据前一分钟、前一小时、前一天、前一周或者前一年股票价格的走向来预测下一分钟、下一小时、下一天、下一周或者下一年股票价格的走向。

你可以看见难题所在了。各个领域的理财师、监管者和估价师已经习惯于详细检查过去的业绩，并且都希望他们所做的预测是对未来走势最准确的预测。在投资管理活动中，过去的业绩丝毫不能对未来的业绩有所预测。

尽管投资者仍然固执地认为过去的业绩是唯一衡量一只股票好坏的标准。如果他们聘请一个咨询师来帮助他们选择股票并且进行估价，那么咨询师们所获的酬金都是分为不同部分的——尤其是当投资者是一名机构投资者时（我将在以后对这一点着重说明）——无论怎么对过去业绩进行深入研究，它对于未来的走势都是毫无意义的。

同时，投资者还完全忽略或者放弃了一些后来的想法——也就是唯一具有预见性、有决定性作用的东西——的确影响的范围很广——当然，就是管理者（以及咨询师）的费用。可以让投资者在未来做得更好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最终，伊藤清终于找到了属于他自己的理论

用来衡量布朗运动或者随机游走模型在股票市场中被接受的程度的一个办法就是看看曾经一度默默无闻的日本数学家伊藤清的名气大小。1998 年，伊藤清正式当选美国国家科学院外籍院士，科学院说："如果剥夺勾股定理的资格，那么很难想像在当今世界还有哪一个数学理论能够比伊藤先生的几何布朗运动理论更加被广泛接受和传播。"

1942 年，伊藤在研究随机微分方程理论方面取得了重大突破。但是，该理论直到 56 年后才被认可与接受。如果不是因为在 1997 年被授予另一个奖项，可能这项理论到 1998 年都不会被认可。

1997 年，两位美国经济学教授罗伯特·默顿(Robert Merton)和迈伦·斯科尔斯(Myron Scholes)被授予诺贝尔经济学奖，以表彰他们在期权定价理论方面所作出的杰出贡献。该理论最著名的表现就是给出了著名的"布莱克-斯科尔斯期权定价公式"，该公式由斯科尔斯和已故的经济学家费西尔·布莱克(Ficher Black)于 1970 年早期的时候提出。

"布莱克-斯科尔斯公式"的草样最初提出时，在其 1973 年最终发表之前曾被学术杂志拒绝过——而且实际上根本就没有提到伊藤清的名字，也没有直接参考他的理论。但是它却引起了一场数学革命，一些公认的经济数学的爱好者(尤其是默顿)深深地被伊藤的数学理论吸引了。

如今，还没有哪一本介绍经济数学的教科书(这类书有很多)不设立专门的一章来介绍"伊藤积分算法"的。伊藤的数学理论考虑随机过程——教授数学的老师通常会把这一过程称为"遗忘的"过程。也就是说，到目前为止你可能会忘了这个过程的历史，因为它不会告诉你下一步将做些什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伊藤公式（在那些估计衍生证券价格的人中被广泛使用）、蒙特卡罗方法以及二项式模拟系统（随机游走的计算机描述）的广泛应用说明股票价格变动中的布朗运动模型已经被投资业广泛接受了，到处都是钩、直线还有铅锤。事实上，所有的股票市场价格的模拟和计算都假设了随机游走模型以及布朗运动模型。

许多过程几乎是随机的，但又并不完全随机

在市场中胜出就好比抛硬币——但又是一种十分特殊的抛硬币。

一次普通的抛硬币的结果由物理规律来决定。抛起的硬币在空中旋转——至于如何旋转，则是由气流、如何抛、该硬币的重力分布以及离地面有多远等多种因素共同决定的——落地时正面朝上或者背面朝上。原则上说，应该是能够预测抛硬币的结果的。我们可以看到，所以那些决定抛硬币结果的因素都是物理性的——而且物理性因素产生的影响是可以预测的。

但是，在硬币运转的过程中，仍然存在许多细微的物理因素来计算最终的结果。无论你对于物理规律多么的在行，也无论你对于如何抛硬币的情况多么熟悉，你对于最终结果的估计一定是“50%的可能性正面朝上，50%的可能性背面超上。”

与抛硬币情况不同，一只股票的价格或者投资者所持有的投资组合的价格在未来的变动，并不是由物理因素决定的，而是由经济和人为因素决定的——可以看出，这些因素都比物理因素难以预见，哪怕是在股市形势一片大好的时候。但是与抛硬币相同的是，价格的变动受到细微的经济因素和人为因素的影响，因此对于结果唯一可能的专家预测是“50%的可能性比平均值好，50%的可能性不如平均值。”

无论你对此知道多少，也无论你在股票市场方面或其他方面是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

否是个行家，在任何一段给定的时间内，你赢得市场的概率都是50%。如果你把支付的酬金算上的话，那么你赢得市场的概率则远远不到50%了。如果你再把应付的税算上的话（如果你的投资是要缴税的），那么你赢得市场的概率可能大大降低。

随机中不可避免的小偏差

为什么这对人们来说那么难接受呢？他们毫不犹豫地接受这样一个事实，硬币朝上的概率是50%，朝下的概率也是50%。

尽管我们很多人都有这样一个固执的想法和理解——认为这类博弈游戏和抛硬币的游戏全都是碰运气，没有什么技术含量。其实这种想法是完全错误的。

数学家爱德华·索普（Ed Thorp）专门研究假定地随机过程中的非偶然事件（通常是研究体育运动领域的）。他著有《赢得21点游戏》（*Beat the dealer, on the game of blackjack or 21*）和《如何赢得市场》(*Beat the market*)等书。他还找到了如何赢得轮盘赌游戏的方法。

轮盘赌？难道这不是一个仅仅凭运气才能赢的游戏吗？难道想赢这个游戏还要凭技术？

是的，的确是这样的。但是你所说的仅仅是一个理论上的轮盘赌转盘——是一个平衡度很高的转盘。在现实生活中，却没有一个转盘——或者其他事物——是完全平衡的。索普发现约有25%的转盘是不平衡的，如果你仔细观察这些转盘的话，你会发现可能性是如何偏离那些理想的转盘的。这些情况中很小一部分你可以赢得游戏。

可是物有所值吗

你能够挣到足够多的钱，以付给自己一笔可观的薪水用来补偿你花在寻找并赢得奇怪的轮盘赌游戏上的时间吗？在赌场对轮盘赌转盘进行维护并毁了你的游戏之前，你能够一直做这件事，并让它值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得你花这么多时间和精力去做吗？

以上两个问题的答案也许都是否定的。没有哪个轮盘赌转盘赢家的产业能够紧跟索普的轮盘赌转盘研究应运而生（有一种产业却的确随着他在《赢得21点游戏》提出的21点策略应运而生）。但是在现实生活中，没有什么东西与其理论或者统计模型完全对应。这种现象在抛硬币和玩轮盘赌转盘游戏会出现，在试图赢得股票市场的游戏的时候同样会出现。抛硬币和轮盘赌的问题不在于它是不是有时候有可能成功，因为时常会出现一些不寻常的情况或者偏差使得游戏成功。问题在于是否值得花这么多时间、精力、历经千辛万苦去玩这个游戏——简而言之，就是投入和产出是否成正比。

该理论适用于试图赢得股票市场的游戏，同样也适用于赢得轮盘赌的游戏。也许在早些时候，一个有知识的人比没有知识的人做的好得多的可能性比较大。也许就在目前，一些人可能仍然会在股票市场中发现足以付一笔不太多的薪水的“不平衡的轮盘赌转盘”。

然而，统计证据不可抗拒地、无情地、无可否认地（除了那些说话天花乱坠、好吹牛和挥金如土的人）明明白白地表明在股市中，能够支付许多共同基金提供商、投资咨询师、顾问，还有其中最古怪的对冲基金经理的无穷无尽的薪水的“不平衡的轮盘赌转盘”是遥不可及的。

这是所有统计根据的总和。但是我还要重复一下我在这章的前面部分谈到的一点：如果一个统计学模型在多次的小范围数据测试中偶尔失败了一次或者甚至失败了多次，仍然不足以否定它。如果进行足够多次的测试，那么偶尔出现统计意外是不可避免的。根据就存在于所有的从统计学角度研究出发的测试的总量之中。

现在请允许我向你们说明当这个警告被忽视的时候究竟会发生些什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章

金融理财师宣称：“吸我们牌子的烟可以预防癌症”

欢迎来到富玛利亚(Fumaria)这个幅员辽阔却不为人知的中亚国家。

富玛利亚拥有数量庞大的烟民。该国8,000万人口中，99%的12岁以上的居民平均每天抽4包烟。正因如此，该国的烟草工业规模庞大并且竞争十分激烈。该国主要的香烟制造商有100多家，平均每家推出100个品牌。

富玛利亚的香烟工业以及广告业是比较规范的。自1999年富玛利亚卫生部部长前往美国华盛顿参加由辩护律师协会组织的一次会议后，所有的香烟外包装上都用大写的乌尔都语(该国的国语)字母印着“吸烟有害健康”。但是这个警告似乎对富玛利亚的吸烟发展程度影响甚微。

如何预防癌症，用“富玛利亚方式”

香烟制造商以及他们各自的品牌在广告方面竞争激烈。绝大多数的广告都把重点放在低癌症风险上。

尽管该国绝大多数人口都是烟民，但是非烟民人口罹患癌症的概率还是由80万非烟民决定的。香烟制造商们所打出的广告暗示他们能够改变这种标准。这些公司争相宣称他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的优质产品可以把烟民的癌症发病率降低到非烟民的癌症发病率以下。言下之意就是，吸他们牌子的烟可以预防癌症。

这些香烟制造商用对抽不同品牌香烟的人群的仔细监测研究来支持他们的论断。富玛利亚卫生部相信透明度的优势，因此要求将这一信息完全公开。

每一家香烟制造商都在国内的报纸、杂志、广告牌和电视上用整个版面做广告。每一个广告的中心装饰都是一个数据表，用来将近期抽该广告所宣传香烟品牌的烟民罹患癌症的概率与非烟民罹患癌症的概率进行比较。我们可以看到，抽该广告所宣传香烟品牌的烟民患癌症的概率无一例外都低于非烟民。

一些香烟品牌的名称会定期向这个标准发起进攻。烟民们会大量的转向抽那个品牌的香烟。在随后的几年中，香烟制造商通常不会在广告中提及那种品牌香烟的致癌率，因为这是毫无必要的。许多烟民多年来一直抽着同一个品牌的香烟是因为他们记得最初该香烟在做广告时所展示的低致癌率。因此，香烟制造商在为其品牌做广告时，用一个强壮而英俊的公牛骑士的形象来代替香烟的致癌率。

香烟品牌如此之多，彼此之间竞争激烈，经常会有一些品牌被淘汰出局，尤其是那些致癌率较高的香烟。一些品牌落没于其他品牌，与此同时，一些新品牌又在不断诞生。

蓬勃发展的“巨炮”工业

近日，一种不同的烟草制品崭露头角，其本身并不叫做“香烟”而叫做“巨炮”。因为“巨炮”的价格相当高——一支巨炮的价格相当于52,000 头骆驼，折合 10 美元。假定抽“巨炮”的烟民都是最富有的人并且能够自己谋生，那么烟草管理局根本就不需要那些零散的香烟品牌了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一支卖10美元的"巨炮"可以带来巨大的利润，因此近年来涌现出成千上万的"巨炮"制造商。巨炮研究有限公司是一家由巨炮工业慷慨资助而成立的公司，用来保存巨炮信息的数据库。该公司的统计数据显示，吸"巨炮"可以有效地减少癌症发病率，这种概率甚至比吸普通香烟还要低。

一些有魄力的公司还会提供不同选择的包装，将自己的"巨炮"产品同其他癌症发病率最低的生产商的"巨炮"结合在一起。这种类型包装的巨炮的价格相当于一支15美元。一家公司甚至提供一种"食指巨炮"的产品包装，包含了数据库中致癌率最低的巨炮。

富玛利亚首都切斯特菲尔德大学一群在职教授争论说，只要你吸烟，无论是吸普通香烟还是吸巨炮都会比你不吸烟带来的致癌风险高。他们的研究刊登在学术期刊上并且不定期的由媒体向外报道。但是他们从来没有在报刊杂志或者广告牌和电视上为这些研究做过广告。因此，他们的结论并不被广泛熟知。

富玛利亚数据开发的奇迹

在富玛利亚，会继续发生些什么呢？他们如何才能够说明抽某些品牌的香烟确实能够有效防癌呢？他们是否在虚报或者捏造统计数据呢？不是的，他们并没有在数据上做手脚——这并不需要。

事实其实比在数据上做假更为简单。癌症发病是随机的。在如此多的烟民之中，究竟谁会患上癌症是不确定的。如今，吸烟导致癌症这一已被大众熟知的事实（尽管几十年前并不为人所熟知）只是一个统计现象。这并不是一个100%符合一般性规律的结果。

癌症是一个统计现象，因此结果是可以改变的。一个人也许一生中每天抽四包烟而并没有患上癌症，另一个人从不吸烟却罹患癌症。同样的状况可能会发生在不同的人群当中。如果你仔细观察，就会发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现有十个人这三十年以来每天抽四包烟却从未得过癌症。同样，你会发现十个不吸烟的人患上肺癌。如果你观察得更加仔细，那么你会发现每种情况都会有那么百余人甚至千余人。

富玛利亚的香烟制造商所做的是密切关注那些没有患癌症的烟民，至少这部分没有患癌症的烟民的数量不会像非烟民而罹患癌症的那么多，其实这项工作并不需要去特别计划。通过推出成千上万种香烟品牌，这些香烟制造商便能确定出抽某些品牌香烟的人患癌症的概率低于抽另一些品牌香烟的人。他们甚至能发现抽某些品牌香烟的人比那些不抽烟的人患上癌症的概率还要低。这是统计学上的一个偶然事件，是由一种被称为“数据开发”的实践所导致的。如果你对一种随机现象不断进行测试，最终你将会随机得到你需要的结果。

通过建立成千上万的测试组——每个测试组对应一个香烟品牌——香烟制造商们保证将会出现很多种结果，癌症发病率的上下浮动也很大。接下来再通过精挑细选找出其中最低的发病率，然后就开始兜售那些致癌率最低的香烟品牌，这些都是以统计数据为基础的。但是为了得到这种数据基础，并不需要他们编造一个彻头彻尾的谎言。

通过过滤和淘汰出那些致癌率相对较高的数据，香烟制造商们便把它们移出数据库，这样计算那些香烟品牌的致癌率的时候就不会把这一部分的数据计算在内了。这样就会使得癌症发病率总体上看要比实际发病率低。

“巨炮”现象

那么“巨炮”的情况又如何呢？它的致癌率为什么如此之低呢？

答案依然非常简单。“巨炮”香烟制造商并不被要求公布整个数据库。他们只需要公布那些他们想要公布的数据。

试想一下，有哪家公司会把数据都公布出来然后让某些有机可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乘的人去仔细研究它们呢?为什么?当然是选择那些致癌率相对较低的香烟品牌。之所以涌现出成千上万家"巨炮"制造商,是因为他们都想从烟草市场这块肥的流油的肉上分得一块,从中获利,而一些"巨炮"又面临着非常多的机会,以便使"巨炮"香烟的致癌率低于平均水平。那些"巨炮"香烟产品的致癌率低于平均水平的制造商便会把他们的数据记入数据库中,反之,其他一些致癌率相对较高的产品制造商则不会记入他们的数据。在大多数情况下,他们所做的仅仅是紧闭其大门。

最终的结果是,尽管你已经仔仔细细、认认真真地研究过整个数据库,你仍然会发现平均致癌率相对较低。只有那些顾客们罹患癌症的概率相对较低的"巨炮"制造商才会把他们的统计数据记入数据库。

在将来,吸烟究竟能帮助你远离癌症吗

香烟制造商和"巨炮"制造商所声称的那些理论有任何的预见性价值吗?我们看到,他们所声称的那些理论是从真实消费者的真实数据中获得的(排除那些偶然出现的错误或者虚假的数据)。当一家香烟制造商在为其品牌做广告时宣称,在某一个特定的时期内,吸他们某一种品牌香烟的烟民患上癌症的概率比那些非烟民还要低,这其实是千真万确的。但是,难道这就说明了在未来你患上癌症的概率会因为吸那种品牌的香烟而降低吗?

当然不是。香烟制造商们所公布的结果不具有任何的预见性价值。抽某一种品牌香烟的烟民罹患癌症这样或那样的概率只不过是一个统计学上的人造品,它仅仅表明了数据的一种随机性,而不具有其他任何意义,更不能确定如果你抽了某一个品牌的香烟,在未来会发生什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大规模的烟草咨询的综合体

除了我在上面所说的那些，富玛利亚的香烟和烟草工业十分庞大并且在不断地发展壮大之中。这不仅仅包括烟草种植者、香烟制造商和其广告商的的增长。一种规模庞大、以吸烟带来的大范围的消耗为依托的服务产业兴起——在更大的程度上说，如果你抽到了正确的牌子，那么吸"巨炮"是有利于你的身体健康的。为了找寻到这些合适的品牌，需要将大部分的努力花在详尽彻底的研究上。

在富玛利亚，健康顾问——在乌尔都语中通常被翻译成"医生"——他们让人们吸烟以预防癌症，正如西方国家的医生给病人开降胆固醇的药以预防心脏疾病。医生们会推荐一些特定的香烟品牌，通常是那些致癌率相对较低的品牌。

医生们通常会向他们的病人长期提供他们推荐的香烟品牌。而这些香烟品牌的制造商就会将销售所得的一部分付给医生，作为推荐其品牌的回报。医生们从香烟制造商那里得到的汇款则成为他们收入的一个可观的组成部分。

富玛利亚的企业聘请卫生保健组织来监督其雇员。该国的卫生保健组织提供有限的香烟品牌作为他们健康计划的一部分。大量的咨询公司既为该国的企业提供服务，也为卫生保健组织提供服务。这些咨询公司对各种香烟品牌开展研究，大量的资金花费都由卫生保健组织的顾客负担。这些花费转移到卫生保健组织成员的身上，成为高额的健康保健花费的一部分。在这些研究当中，咨询师对各种香烟以及工业数据进行深入的研究，试图将癌症的发病率同不同的香烟品牌分离开来。

咨询公司通常被卫生保健组织所雇佣，从众多的香烟品牌中精挑细选，以形成这些组织推荐的健康的香烟包装。咨询组织开展研究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以挑选香烟品牌。该组织试图将一种香烟品牌的致癌率归功于众多不同的因素，尝试从不同的时间段去解释该品牌香烟的优势与劣势，并且找出其在某一个时间段具有优势而在另一个时间段又具有劣势的原因。

比如，对于统计数据的研究表明，在这些香烟品牌表现出来的现象中，12%归因于富玛利亚西北部的农业综合企业生产的烟草，26%归因于东南部企业的烟草，44%归因于坐落在中央山脉南部企业的烟草，剩下的部分则归因于该国东北部地区格丽河附近企业的烟草。

顾问们将这些研究结果同对该国以上地区烟草企业的工人流动的分别研究结合起来。通过这些数据，顾问们通常会得出致癌率的高低是否是由农业综合生产企业的管理保持率造成的结论。

这些咨询组织通常被认为在其研究中尽心尽责、认认真真，并且拥有一大批烟草与香烟领域的研究专家，就如同统计学和数学领域那样，因此他们获得的收入不菲，并且人们通常都会很相信他们所推荐的产品。

我们已经不在富玛利亚了

显然，我们在这里谈到的是共同基金和对冲基金，并不是香烟和“巨炮”。我们必须改变立场，以逃避这个将人们禁锢住的投资的弥天大谎。如果真理就是看起来很重要的、穿着昂贵的套装坐在光鲜的办公室里赚大钱、得出大把数据的人得出的投资结果其实完全是随机的，甚至比你自己动手还要糟糕——这么说吧，比你根本不抽他们的香烟品牌还糟糕，那么，显而易见的真理似乎就离我们远去了。

50多年前，美国的烟草和香烟制造业以及销售业就好像如今的投资服务业那样受到尊敬——甚至比现在还要辉煌。香烟制造商是领头的做广告业的大客户，并且他们的香烟广告都是在电视节目的黄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金时段播出。尽管一些研究已经开始表明吸烟会导致癌症，但是这些由烟草制造业出资赞助的研究总会得出相反的结论。长期以来，反对吸烟的激进主义者以及政府干预力量都在致力于削减香烟制造业，它的力量有所下降——并且最终引发了关于统计数据的争论。

这一过程公然地开始揭开投资领域谎言的面纱。

一个完美的比喻

在富玛利亚，每一件涉及到香烟和巨炮工业的事情，都能够在投资管理和服务行业中找到直接的类比。目前国内有 100 多家公司出售共同基金。一些公司甚至提供 100 多种基金，总数超过了 1 万种。

这些基金所获得的业绩的传播是相当广泛的。每一家提供众多基金的公司总能用一只或者更多数量的基金去为其辉煌的、收益巨大的业绩做广告，至少是在某个固定时期内的收益。但是总体来说，他们的实际业绩是比市场平均水平差的——总体而言，在富玛利亚，烟民比非烟民更容易罹患癌症。

共同基金为了宣传其某一只基金的良好业绩，特别用大号黑体字来书写广告，并且对比市场平均水平，比如标准普尔 500 市场指数。证券交易管理委员会要求每一个广告都必须强调“过去业绩如何并不能表明将来业绩如何”，但是似乎没什么广告对此在意。

人们研究共同基金产业的统计数据已经数十年了。政府和产业监督者限制那些在统计数据上过分使用诡计的行为。因此，共同基金产业的统计数据的谎言被限制在基本的“富玛利亚谎言”中——也就是广告统计数据的意外情况，就好像它们是被期望可以继续的走势一样。

因此，共同基金因其透明度和产业以及政府的监督而对于公然的数据操控并不十分顺从——并不象我曾经描述过的富玛利亚式的欺骗行为。但是，同样的道理在对冲基金——“巨炮”产业方面则行不通了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金与"巨炮"谎言

目前，共存在800多只对冲基金，其中许多基金都具有高风险性。你可以在其中找到足够多的业绩,好的,差的,很好的,很差的。对冲基金基本没有常规的限制。他们的业绩统计数据并不要求被审查,所以他们很容易捏造数据。当然,他们这样做也不是完全自由的。彻头彻尾的欺诈行为将会让他们吃官司（对于对冲基金来说这是常事)。但让人惊讶的是,在数据汇报中有很多个层次的自由度,它允许统计操控,有时甚至不会产生明显的欺诈行为。

对冲基金的数据库统计通常会暗示其业绩要好于其他基金或者比整个股票市场的业绩都要好,而且它的风险很小。但是其实这是非常错误的。犯这个错误就如同声称巨炮香烟降低了癌症发病率一样。在富玛利亚,之所以会出现这种声称,是因为向巨炮香烟数据库上报数据的烟民罹患癌症的概率的确很低。但是这个数据库实际上只统计了成千上万的巨炮烟民中的一小部分数据——因为这些数据都是自愿上报的,而很多人并没有上报其数据。

同样道理，对冲基金数据库中的数据也仅仅包括了那一小部分自愿上报的数据。正如巨炮制造商只愿意汇报那部分致癌率相对较低的数据一样,对冲基金也只会上报那部分业绩较好的基金的数据。如果仅仅根据这一小部分表面的数据就声称所有的对冲基金的平均业绩都很不错,那么就犯了一个严重的统计学上的错误。

试图看穿医生统计数据的背后黑幕

最近,人们做了更多的认真仔细的研究,以尝试避免仅仅使用那些对冲基金上报的经过了精挑细选的数据。但是他们仍然很难避免那些业绩较差的对冲基金带来的难题——也就是一旦该基金业绩不佳就停止上报。但是至少这些研究避免了一些统计学上的偏差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我们使用这些数据的时候，我们会发现事实上，对冲基金的平均业绩比标准普儿500市场指数要低。同时，对冲基金这一系列的业绩范围是相当广的，从表面上的上佳到实际上可怕的差劲——但是这些都是不可预见的。

因此，一个投资者选择一只对冲基金所承担的风险远远大于随机选择一只共同基金。你可能会选择到一只最后业绩非常非常好的基金，但同时你也有可能选择到一只最后业绩很差很差的基金——这一切都是不可预见的。

巨炮香烟有选择的进行包装——每包巨炮香烟15美元——在组合，对冲基金中也可以找到原型。组合对冲基金是一组对冲基金的组合，通常是那些经过精挑细选的拥有良好业绩记录的基金——然后再将其作为高额包装转卖给那些容易受骗的投资者。

我发现，当我告诉那些投资者对冲基金其实是一种比市场指数型基金甚至任何一种费用较低的平均共同基金要差时，他们都会表现地惊讶不已，简直不敢相信他们自己的耳朵，甚至感到十分气愤。

他们之所以如此气愤，是因为那些他们所熟知的值得尊敬的人——这里不是指那些基金管理者自身，他们这些人之所以被尊敬仅仅是因为他们已经难以置信的富起来了——认为投资对冲基金是一种高级的投资方式。这是一个投资行为中的滔天谎言在实际操作过程中的原型范例。人们盲目迷信对冲基金也仅仅是因为有很多“值得尊敬”的人是这么说的。

投资产业的相关产物
就像富玛利亚的烟草一样蓬勃兴起

类似于蓬勃发展的富玛利亚香烟工业，投资咨询业和咨询商业也蓬勃兴起。投资咨询师向人们推荐他们所看好的互助基金，通常会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考虑基金过去的业绩，并且推荐那种他们能从中获得一定回扣的基金。当然，互助基金的历史业绩记录仅仅能显示出一种随机结果——就好像富玛利亚香烟的烟民罹患癌症的概率那样，都是随机的。

如果我告诉你，在富玛利亚，一名女医生向她的病人极力推荐一种品牌的香烟，然后从香烟制造商那里收取回扣，你会觉得这是很可怕的。但是与此相类似的投资咨询师的推荐却是没有什么错误的。

在不吸烟实际上对病人健康更为有利的情况下，富玛利亚的"健康咨询师"会向他推荐抽某种品牌的香烟。

同样，在一只费用相对较低的股票其实对投资者更为有利的情况下，现实的投资咨询师会向他推荐一种互助基金或者一位负责真实费用的管理者。

富玛利亚的健康咨询师和现实的金融咨询师都会从他们所推荐的那个品牌的制造商处收取回扣，这就为他们做出推荐时的客观性大打折扣。

有利可图的机构投资咨询产业则更具有讽刺性。我在这个领域摸爬滚打了这么多年，对其中的情况了如指掌。在下一章中我将详细谈这个问题，但是在这里我将对一个与富玛利亚类似的情况做简要的介绍。

由富玛利亚国家健康保健组织雇佣的咨询师所进行的听起来十分滑稽可笑的研究，这些研究包括"香烟中的烟草究竟是来自哪一家农业综合生产企业"或者"烟草种植公司的人事变动是否太过频繁"——这些都是投资咨询师赖以生长的养料。

当富玛利亚的咨询师帮助该国的健康保健组织选择香烟品牌的时候，现实的机构投资咨询师在帮助养老基金选择资金管理公司。给咨询师和资金管理公司的补偿最终选择的范围是十分广阔的。因此，在做出推荐的过程中必须十分的小心谨慎，并且要做深入研究(或者至少要做表面的研究)——正如富玛利亚的咨询师，为了让健康保健

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组织的客户满意，必须要通过认真细致地研究来决定该向健康保健组织推荐哪一种香烟。

最后的结果是一个技术上的自大(它应该是正确的,因为已经经历了无数次数学理论的论证和许多次统计学上的测试）与传统智慧的奇怪结合,就好像设想如果你有更稳定的管理,那么你的产品就会变得更好，甚至当你知道无论你使用何种管理方式你的产品都一样糟糕的时候。

富玛利亚确实是一个奇怪的地方。但是它是一个投资者生存的地方。

一个古老的精神病学笑话这样说，神经学家是一群制造空中楼阁的人,而精神病学家则是一群住在这些空中楼阁里的人。现在,让我们去拜访一下这些大部分工作时间都在一个现实的富玛利亚里的人吧!

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章

懒惰、贪婪之手和泛滥的数据做坏事

有那么多证据已经表明,试图超过市场均值不过是在浪费时间和精力而已，但我常常奇怪为什么那么多聪明的人依然这样呢？当然,那些从事这项业务的专业人士这样做是因为他们的报酬非常可观,所以他们至少可以装模作样地去尝试。成千上万的人用这样那样的方式去做这件事就让人费解。

小时候,我总是凝视公路看车辆穿梭,我并不知道每辆车究竟去往哪里。现如今,我为未来的市场赢家日复一日的所作所为而迷惑。当然,我的大部分职业生涯也或多或少的与投资有关。所以我比较了解他们的所作所为。

然而,在 2004 年秋天,我要写此书前的短暂时间里,我却如此近距离的接触到这群想要在股票市场胜出的人。事实上,和这群人接触的种种经历激发了我写此书的欲望。

我在即将要讲述的故事中改换了公司的名字、地点以及一些不相关的细节。但故事的精髓——其中的人物、公司是如何尝试赢得股票市场，和我是如何心甘情愿卷入并投入精力——是确实存在的。

希高无限责任公司传奇

希高无限责任公司坐落在佛罗里达州宜人的景区里。创始人布鲁斯身体强壮,视事业重于生命,热衷社交。布鲁斯与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多专业人士有往来，其中有些喜欢冒险，比如跳伞。此外他也为重要企业运作重大项目。他有两大主要技能：首先是他的营销本领，对希高所参与并计划中的项目描述措辞严谨，庄重而不失华丽；布鲁斯的第二个本领是能吸引精明幽默的人为公司效劳。同时他也立志成为或者说在某种程度上已经成为一名思想家，他博学且积累了许多科学技术及哲学方面的书籍，任何一个热爱科学技术的人都会为之投去妒忌的眼光。

我也被希高所吸引，公司文化多样，智者云集，项目及计划众多，其中包括高级计算机技术、科学成果及语言分析的应用。希高同样坚信公司的技术是可以预测股市的，这种信念不无道理。公司认为作为数学家的我可以协助他们做到，但我却对此持怀疑态度。

随着对公司了解的深入，我发现公司存在严重的现金流量问题。我已经在公司担任了数月的工程师，薪资也一再被延迟支付，但尽管如此我仍希望希高梦想能够实现，那些梦想张狂而令人着迷，而且理论上是可以实现的。我喜欢那里的人，那里的工作日程以及那片地方，我真希望今日的风险能转化为未来的成功。

通过数周的观察，我发现希高公司的业务不仅仅局限于预测股市，公司业务比我想象得还要多。新技术开发及科学研究项目真实存在，但却没有利润。公司的成立依托于数百万美元的创业资金。

预测系统的两大客户

公司不仅拥有大量的风险投资资金，而且还有两个大客户来测试市场预测软件。这些客户每月支付 10 万美元费用来使用这个软件（实际是进行贝塔测试——比如帮助清除软件中的小漏洞）。他们之所以付这么多钱，就是因为他们认为一旦软件完善就可以用这个软件赚大笔的钱，此外他们有权利把软件再出售。

斯科特和奈杰尔是希高的两个重要客户。斯科特在另一个领域有着杰出的成就，但是在他如日中天的那段时间里，他的生活却一团糟。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他处在恶化的家庭氛围里，独自生活在蒙特利尔。纽约股票交易市场一开张，他就会用一整天的时间使用希高提供的在线软件进行期货交易。

而希高公司的创始人布鲁斯则会花上一整天的时间在办公室里与斯科特进行电话交流，向斯科特解释通过电脑屏幕在希高股市预测程序中所看到的东西，以及告诉斯科特怎样使用软件进行期货交易。

斯科特这个客户很难打交道。他通常会不听程序的指令擅自进行交易。并且他总是有理由来解释为什么不按指令行事。对布鲁斯来说，与斯科特搞好关系很困难，并且斯科特犹如布鲁斯身边的一把匕首随时有危险。尽管如此，斯科特仍是基金的主要来源，并且是希高的重要客户，因此布鲁斯要好生伺候他。

希高的另一个客户奈杰尔使用程序并不那么频繁，但他严格依照程序的指令行事。我们之前只通过电话，他不温不火向我道出了他对市场预测程序的极大认可。他说希高的软件太神奇了，比他想象得要好。

此后，每次我见到奈杰尔时，他总是向我倾诉，每次使用希高的软件就会赔钱。看到奈杰尔的温文尔雅的举止，我认为他操作错误才导致他赔钱的。他之前的对软件的认可感顷刻间化为乌有，这着实让人费解。有些事情是明确的，奈杰尔是布鲁斯的朋友，并且是布鲁斯社交圈的一部分，奈杰尔甚至对布鲁斯有敬畏感。因此，奈杰尔是希高软件的忠实信徒并且是一个不折不扣的支持者。对于布鲁斯的发明不怎么好用，奈杰尔也只是责怪自己没有理解软件，不会正确的使用它。

布鲁斯的预测是通过高速计算机飞速地处理绝大多数投资者还来不及得到的信息。因此，我认为希高软件有奏效的可能，但可能性很小。

评估希高的预测

公司没人知道怎样评估一种股市交易策略的好坏。老板让我接手此事。我欣然同意，因为这以前我做过许多类似的事情。

评估投资策略优劣与否采用的是一种标准化的、简单的方法。只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需计算一下每笔交易中一美元的投资回报，并把一段时期内的投资回报相加即可，同时扣除券商佣金和其他费用。

一旦得出投资回报，人们必然会找到一个与之比较的基准。与把钱藏在家里或者存入银行获取微薄的利息相比，投资的优势是显而易见的。那么你所需要做的就是对一项投资是否赚钱做出判断。

然而，人们通常不想知道这些。人们想要知道一项投资是否能胜出股指一筹。仅仅把一项投资的回报和股票市场比较是远远不够的，应建立在风险调整基础上与市场进行比较。(详情请参阅第 12 章)如果一项投资策略是通过借钱且使用投资杠杆获得十倍以上的投资回报——换句话说就是增加十倍风险——那么我们必须将投资绩效同当 90%的投资资金为借款时的市场指数投资进行比较。

我发现要确定布鲁斯的投资策略究竟是什么并不容易。电脑预测程序界面的指示灯提示人们何时买进，何时卖出。因此这的确是一种投资策略，但这种投资策略是时刻变化的。布鲁斯会时不时地出现在程序员的工作区，用震耳欲聋的声音让程序员更改策略的编程方式。

程序员们对手头的工作十分在行，他们会从数据库中调出数据，进行数据运算使程序运行加快，在电脑屏幕上展示图形及表格，让界面会看起来生动形象，在信息变化时刷新界面，对用户的输入做出快速反应。程序员没有义务去揣摩布鲁斯的用意，他们甚至不做记录。布鲁斯本人盛气凌人，似乎对经手的每一件事都确信不疑。

由此，很难准确发现每一时刻实际的股市交易策略。最终我准确的描述出一个策略，布鲁斯和程序员们似乎都同意了我的看法。但我却觉得布鲁斯并不想让人真正了解这一策略。

不幸的是，评估结果表明这项投资策略糟糕透顶。这一投资策略已经施行 6 个月了，在这段时期里假定一位投资者因使用这一策略(这个过程叫做“回测”)而损失了 80%，这是股市中非常糟糕的时期。在同一时期，风险调整基准的损失恰好也是 20%。但是与 20%的基准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损失相比，80%的损失并不是什么好事。

我倒不是太惊讶。没错，这种预测方法曾经似乎颇有潜力。此预测程序对原始数据分析，几乎马上就做出预测。这些原始数据不能很快应用于整个市场，对希高的计算机也不适用。但分析方法却过分简单了。此外，很难确定对方法做什么样的细分能加强预测能力。其一对数据的掌握要快于公众。其二要通过对数据分析做出比市场本身更好的预测。

另外，尽管公司所能得到的佣金率非常低，券商仍然靠这一投资策略生存下去。此策略使得交易变得频繁。在杠杆投资高时，券商会得到大量佣金。

布鲁斯看到了规律

布鲁斯似乎并没有受到困扰。他依然张扬地讲着大道理，给人的感觉是希高公司的系统能以每年近乎 100%的投资回报在市场上取胜。我会定期着力地提醒他预测系统并不能按照想象中的那样发展。哪怕只想比市场均值略胜一筹，也需要对方法进行认真修正。

布鲁斯并不喜欢我看问题的方式，他认为我需要有说服力。他会时常召集包括我在内的员工观看希高程序的屏幕上显示的市场预测是多么完美。他说他知道股市是有规律的，他用了那么多年辨识这些规律。

但是屏幕上显示的模式是否说明这些指标准确地预测市场只不过是个人的诠释和偏好。至少，这些预测并不是科学的结论。

布鲁斯开始施加压力，要找到确凿数据来证明这个方法能够预测市场。布鲁斯认为我的"怀疑主义"代表着某种离经叛道和恶劣态度。他说他以后绝不会再花钱雇我这样无法无天的员工。言外之意就是如果他能够控制某人，他就可以让其证明此系统是可以超过市场均值的。

可以肯定的是，只要他付钱雇人这么做，他就真能找到一个员工来证明这个系统可以超过市场均值。这个人可以一遍遍梳理数据，找到一些方法使这些数据统一起来，证明这所谓的科学结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我试图卖掉系统

我仍希望公司能够实现宏伟目标。因此我开始试图用“市场预测”系统找到一种能够带来收入的方法。

在投资业务中，存在一个“调研”市场。投资经理们追寻投资策略。在这个市场中，任何信息对经理们来说都可能是有价值的。我试图破解市场的玄机。市场本身有包容性。我像一位优秀的促销员一样，言语中夹杂着当前流行的话——“行为金融”。果然奏效了。同时我也在试图找到能够改善预测市场这一策略的方法。

另外，我与对冲基金公司联系过。以我多年在投资领域建立的关系网，我找到了欧洲对冲基金组合和美国基金公司的分支风险基金老板。

凡是那些鼓吹新型投资策略的人都会进行回测，以证明这一投资策略在过去是奏效的。我们并不准备说明这点。事实上，回测的结果非常让人沮丧。但如果有足够的时间和精力，反复试验，我相信我们总有机会找到某些回测奏效的东西。我希望至少回测能够带来预测性的效度。但是就算是回测也不奏效，至少我能发现一些起作用的东西。然后我们可以用利润颇丰的投资管理业务的钱做一些有用的事情。

我有一位在对冲基金创业筹资部门工作的相识。他说：“我们并不相信回测。”然后用随意而坚定的语气补充，“当然，你们已经做过回测了”，显然这句话是一句附加注释。

他的意思是说任何人都可以得到很好的回测结果。你所要做的就是尝试数百种策略以及策略变种，你总能找到一个回测效果不错的策略。有一台高效率的计算机会让这一切变得容易。因此，一次成功的回测是没有意义的，然而你却需要它来营销。

在我们发出买卖信号后，对冲基金组合会对我们的交易策略进行实时测验。如果我们把对冲基金联合体纳入基金管理中，创业基金部门表明他们将投资 2000 万到 4000 万美元的种子资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看起来已经万事俱备。我们所需要的是一个能够奏效的投资策略。为此，我自愿挖掘数据。我暗示他们，我们不停的一遍遍尝试才找到一些有预测价值的信息。我仍认为有机会找到一种有效的投资策略。然后我们会提交到对冲基金联合体测试。

有 50%的机会一项投资策略会在实际情况下奏效——也就是说此策略能够在市场(费前)中胜出——无论策略是否真正有效。欧洲对冲基金联合体同意管理基金，美国公司也会投入 2,000 万至 4,000 万美元的种子资金，我们也会搭乘上利润丰厚的对冲基金这班列车。由此我们就能用这笔钱做真正的科学技术创新的工作。

然而，为时已晚。时间拉远了我和布鲁斯之间的距离，使我和公司的联系不再那么紧密。公司的资金几近枯竭。接下来就是裁员。而布鲁斯在虚荣心严重受挫后果断地让我迅速离开公司。

拉尔夫的故事

故事还不止这么多。有一条几乎同等重要的线索在平行发展着。

公司的二把手叫拉尔夫。但他只有一半的时间在公司。剩下的另一半时间则作为合伙人在纽约市的一家公司做完全和希高不同的业务。达尔夫真的很想最终搬到佛罗里达，在希高公司投入全部精力。

拉尔夫和布鲁斯的关系是那种经典的书呆子与运动健将的共存体。但无论是拉尔夫还是布鲁斯都经历了书呆子和运动健将的时期，这两大特点都会随着岁月的流逝而体现在两人的身上。

拉尔夫在少年时代就是个计算机怪胎，在那个时候他就已经涉足其他领域并取得辉煌成就。尽管如此，他仍然跟得上先进的计算机技术。他始终认为自己是对计算机情有独钟。拉尔夫是正式的编程部门的老板。但公司的组织结构不够清晰，他在公司所起的作用甚微。他在纽约工作时，和程序员们沟通很少，和其他人的沟通也甚少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉尔夫在佛罗里达的公司时会很拼命的工作。除了工作，他只是偶尔休息片刻。他喜欢有白酒、啤酒及伏特加伴随的深夜谈话作为自己休息的方式。他会常常和我交谈到凌晨，话题涉猎广泛，妙趣横生。

拉尔夫一天中的部分时间用来同布鲁斯、程序员和其他人开会，会议都很简短，而他的大部分时间都忙于处理股市数据。他使用表格处理软件及其他工具，一连工作好几个小时。他试图在分秒变化的股指数据中找到股市模式——周期及奇妙的曲线。不幸的是，他能用到的数据甚少，他经常使用几天前的数据。找到一种模式，然后操作一种假设的交易策略。在这个假设的基础上来推断一种策略是否能赚到钱。

他会一连几个小时不停的研究股市数据，几乎都意识不到周围的变化。当一种策略在假设中赚钱，他就会向我和其他人宣布在每笔交易中赚到的钱。接下来，他总是事后发现在计算中的错误，赚到的钱并没有那么多。事情发生他并没有选择逃避。在计算机运算中有错误（程序缺陷）是很正常的事。因此发现程序缺陷也不会让人觉得尴尬。

诚然，问题在于没有根据支撑让拉尔夫发现的模式持续下去。如果你测试足够多的数据，你就会在某处发现新的模式。它就像我们孩提时玩过的游戏，在冗长乏味的路上漫无目的到处乱撞。我们将看看车牌，试图找到规律。“嗨，这个车牌里有四个三！”“这个有完整的家！”“直的！”感觉就像如果你很用力的去观察，就会突然发现一切事情都是按照模式发展，甚至你能说出下一个车牌是什么。我们有理由让自己相信这一切，有理由让自己能够预测未来。我认为这就是拉尔夫的动力——首先是一种心理需要，认为自己能够预测未来。其次是冲动，这种冲动源自少量的反馈，这些反馈暗示你可以这样做。

拉尔夫的方法与布鲁斯的不同，但同样满怀希望，只是销售上略逊一筹。他们的不同之处在于拉尔夫相信通过努力后能够找到一种股票模式在市场上胜出，而布鲁斯则认为自己已经找到这样一种股票形态。

据布鲁斯和拉尔夫自己说，他们最初并没想要超过市场均值。他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们考虑的主要不是股市，他们认为自己拥有预测未来的框架，他们还想实现这种构想。这种框架可以用在许多方面，所以，只要投资者愿意，当然也可以用于股市。他们犯了聪明人因自大而常犯的错误——“我们目光敏锐，因此通常我们能够找出如何预测市场的方法。”

当我在投资行业做第一份工作的时候我也这样想。我从没想到会做金融业务，我对钱也并无奢望。但我考虑过此事后，我觉得——“我当然也可以通过做金融业务赚钱。我敏锐，并且是数学家。因此我当然能够比其他人更好的找出怎么投资可以获取丰厚利润的方法。”

这就是拉尔夫的想法，也是布鲁斯和众多基金经理所想的。但是事实却并非如此。

他们都在干什么

在我对拉尔夫细致观察前，我已经大致了解了人们都在投资管理公司干什么。投资管理公司大部分人都是销售员，不过，那些真正做产品的人也只会花费大量时间选择股票、债券、对冲基金，或者选择股票、债券及衍生物的买卖组合。

他们每日的工作就是数据挖掘。他们通过计算机程序、电子表格、数学运算和过滤以及回归分析来处理数据。有时回测会奏效，但正如我之前提到的，大家都知道数据挖掘过程会强制回测奏效。

因此，存在一个对该方法修整要求进行的样本外数据检验。也就是说，你要通过尝试许多种变体找到一种在一个周期的回测中奏效的策略，然后你再把这种策略放在不同的周期中进行测试。

然而其中的缺陷是显而易见的。你可以一次次地做样本外数据回测，也只能让数据挖掘过程中问题不再发展而已。由于计算机的计算能力和运算速度以及海量的股票市场数据，几乎所有试图规范数据挖掘的企图都将以失败告终——所以最好还是不要这么做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我曾多次目睹人们埋头数据挖掘，许多公司都这样做，尽管他们在很长一段时间内从不联系，就像以前我见到的拉尔夫那样。当他们找到一种策略，一直以来都奏效，他们就会尝试在实践中运用这一策略。有一半时间策略确实奏效；也就是说，策略超过了基准另一半时间内奏效则是纯粹的偶然。此时，他们会认为辛苦的工作和独到见解有了成功的回报。他们认为这一成就归功于技术。当策略不奏效的时候，他们就会对此进行解释，诸如策略应该修复了。然后他们就会重新回到绘图板前进行小范围调整或者大范围的调整。或者他们把失败仅仅归咎于坏运气。因此，成功就是技术的结晶，失败则是源于坏运气。

这就是一份工作。薪水也令人满意。你能从这份工作中找到类似赌博一样的乐趣，即使你仅仅反复的扣动老虎机。当你看到有东西奏效时，那种痛快的感觉也让人感觉是种乐趣。在赌场你可能输钱，但是没关系；你是在度假，这是一种乐趣但同时也要付出代价。但是，当你坐在办公室从数据挖掘中寻找乐趣时，当你想要知道一次成功的回测能否给你带来痛快淋漓的感觉时，你也将用其他人的钱为此而付账。

真正的专家怎样做

然而，你可能会说，让我们面对这一切吧——希高无限责任公司就是一个不可信任的公司。只是个小联盟。他们甚至不知道怎样评估投资回报。希高并不是一家信誉好的大公司，诸如美林证券、花旗美邦财务证券公司、摩根士丹利等大的银行及共同基金公司。希高的承诺过多且不自量力。他们并不像大银行或共同基金公司那样谨慎，也没有优秀的对冲基金经理应有的谨慎。你不能用这个作为佑证。这个证据只是显示希高失败了。名声大的公司工作做的好，这一点是成功的证明。

的确，希高无限责任公司如果是家名声好的大公司，将会有更好的机会成功。希高本应该更容易的吸引投资者发起多只对冲基金，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅仅一只，因为投资者通常相信公司的名声，仅仅因为公司的名声大。希高本应该放弃或合并现有的对冲基金。现有的对冲基金足可以从不良记录中走出来，然后像那些有良好记录的基金一样卖出。不要在意以往的记录是源自技术的结晶还是归咎于倒霉的运气。然后，像著名高尔夫球杆制造商一样，只把存活下来的基金输入到对冲基金数据库中。

幸存下来的基金经理很幸运，他们可以离开银行，独自创立对冲基金。那么他们就可以独享所有的利润。我所谈到的大的基金公司的创业基金分支声称，他们主要给曾在大的对冲基金组合中操作过对冲基金的人投资。一旦让这些基金公司信服，他们就会投资2,000 万到 4,000 万美元的种子资金让你创办对冲基金。有代表性的一点是，大的基金公司的投资对象要为大银行或对冲基金公司对冲基金操作的二把手。在业务中，被投资人已经确立了良好声望，并且经验十足。这就是为什么我要让另一家对冲基金公司对我产生兴趣，因为我是希高公司投资策略经理。那么我就可以向种子资金投资人展示我们现有的经验丰富的经理。这是一个很容易的事情,也并非无法做到。

有关烟草的道德故事

如果你能处理足够多数字，你就能找到你想要的模式。如果你在做投资业务，你几乎能够马上得到数以千万的数字：其中包括历史价格、数千只股票、商品及金融衍生品的表现数据、交易额、经济数据——在一天任何时刻都会发生。你能很快找到模式，因为你可以使用高速运转的计算机以及快速的统计分析程序（尽管不一定被正确应用）。

你可以生成你想的绝大多数的模式，使用历史或现有数据。你所要做的就是发动统计数据之车——不论是香烟品牌、共同基金或是对冲基金。那么你可以丢弃或者淡化那些你不喜欢或者不愿提及的模式。

在富玛利亚的案例中，对统计数据的滥用是非常明显的。在案例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中,统计数据是从数千香烟品牌和高尔夫球杆中生成。重点仅仅放在能够帮助生产商销售产品的数据上。在富玛利亚的产品中,我们知道有些事情是被歪曲的。因为作为既定事实,吸烟并不能减少人们患上癌症,相反吸烟能导致人们患上癌症。

如今没有被广泛接受的一项统计数据——尽管这是个有确凿数据的事实——专业投资咨询公司没有增加客户的财富,相反在减少客户财富。这确实是有确凿数据的事实——就像吸烟能导致癌症一样确凿。

你能找到一位终身烟民——或者 10 个或者 100 个——他们并没有患上癌症。同样你也能找到对冲基金投资人或者是积极管理共同基金的投资人，他们的投资回报是显著的——甚至是扣除各种费用。然而，这些类似于逸闻趣事的证据并不能改变确凿的统计数字证据——那就是一方面吸烟对你的健康是致命的伤害,另一方面专业投资咨询和管理公司对你的财富也是致命的伤害。

你听到熟人花重金投资于共同基金或对冲基金，或者看到某些基金有良好历史表现的广告,你也照此投资了,并且你认为你能够赢得游戏,你要考虑清楚。你也可能试图通过吸富玛利亚牌香烟而延缓患上癌症,因为在去年的调查中,吸富玛利亚牌香烟患上癌症的几率最低。去年和今年成功运作的共同基金或者对冲基金统计数据之间的联系,并不比去年和今年减少癌症的香烟品牌之间的统计数据有说服力。

统计数据明明白白:在市场上胜出的行为并没有持久力。你不能指望在市场上胜出而继续持续下去，你不能期望超过市场均值而继续运做下去。像富玛利亚香烟的低致癌率一样，统计数据都是捏造的,没有任何意义——只不过是随机事件的结果。

如果你放弃花费高额费用试图超过市场均值,那么你、投资人将会拿什么来继续运做下去?答案是肯定的。但是你要小心——那些人只顾收取你高额的费用而完全歪曲了你的真实想法，使在市场上胜出的想法面目全非。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章

诺贝尔奖赢家的简单法则

在这一章和下一章里，我会解释获得诺贝尔奖的理论。假定这一理论能够作为投资顾问和经理提供咨询的基础。

然而，正如我们所知，这些理论支持了策略1——简单、低成本的策略，而不是策略2——需要支付额外的开销以供咨询、顾问和经理领取他们的佣金。

马柯维茨理论：不要把所有的鸡蛋放到一个篮子里

20世纪40年代末，亨利·马柯维茨(Harry Markowitz)开始思考投资。那时他还是芝加哥大学的学生，正在选择一个研究领域来完成他的毕业论文。他开始考虑把数学应用于股票市场(那时这是个新理念)；他的导师同意了他的想法，并觉得很合理。

事后，马柯维茨在自传中描述他是怎样提出这一具有突破性的理论——投资组合理论，投资组合理论是他在图书馆读书时萌产生的想法：

一天下午，我正在图书馆读约翰·伯尔·威廉姆斯(John Burr Williams)的《投资价值理论》(*Theory of Investment Value*)，投资组合理论的基本概念出现我脑中。威廉姆斯认为股票的价值应该与未来应派发股息的现值相等。既然未来应派发股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息不确定，我把威廉姆斯的理论阐释成用预期的未来应派发股息来评估股票价值。

威廉姆斯提出的方法是预测公司未来将派发的股息，然后在此基础上计算出股票应有的价格。与股票的实际价格进行比较，你就能预测股票的收益。

但是大家都知道，预测出的结果可能会大大地偏离市场。威廉姆斯理论的问题在于没有把预测的不确定性因素考虑在内。需要有更多的因素来衡量风险，否则实际收益将会比预想的糟糕。

马柯维茨提出了一种衡量风险的方法：收益率的“标准差”。标准差只是衡量一段时期内收益的波动性或者预期的波动性。较之刚刚成立的小企业，像电力设施及大银行这样的成熟企业的收益不会有大幅波动。因此成熟的企业标准差小。

标准差完全不同于完美的风险衡量方法；比如，认为可分散风险与不可分散风险是相同的。但标准差的技术优势在于它能够非常容易的通过数学计算得出。

如果你只在投资组合中选择一种股票，那么你会期望这只股票有高收益，同时你也会期望它有低标准差—低风险收益率。如果能降低风险，你甚至也会选择低收益率的股票。

然而，无论怎样选择，有一点要明确：你不能只选择一种股票。常识告诉你，你不应该把所有的鸡蛋放到一个篮子。现在马柯维茨要指出如何量化这一常识。

马柯维茨在统计测量中发现了答案，这种统计方法被称作相关性分析。在同一时间，不同的股票会上下波动，波动程度或大或小。股票同时上下波动的程度就是用相关性分析统计出来的。两只股票同时以相同的走势上下波动，那么相关性为 1。如果两只股票互相独立而上下波动，那么相关性为 0。如果两只股票恰好呈反向运动，那么相关性为-1。图 11-1 显示出在理想状态下相关性分析的益处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

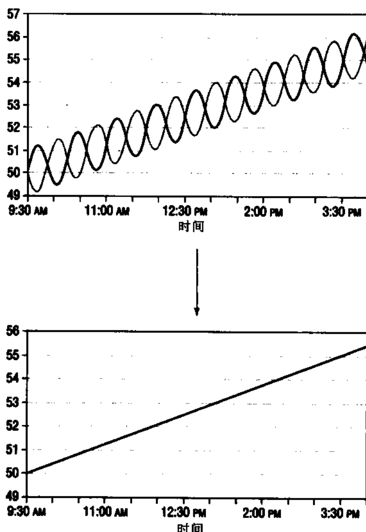


图 11-1

如果两只股票有相同的预期收益但相关性为-1，那么你应该在两只股票中投入等额资金。其中一只股票自上而下的走势可以被另一只股票相反的走势取消。两只股票的结合后将没有标准差，即没有不确定因素。那么在未来一段时期，你定会取得预期收益。

不幸的是，没有任何两只股票的相关性为-1，否则投资组合选择的问题就会迎刃而解。事实上，这一问题很难解决。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马柯维茨发现用数学方法把预期收益、标准差和相关性分析结合在一起分析某种投资组合的所有证券(无论是股票,债券还是其他投资产品),你可以找出整个证券投资组合的预期收益及标准差。

既然你能找到整个投资组合的预期收益与标准差,就可以把一种证券投资组合的风险收益特征与另一种证券投资组合的风险收益特征进行比较——而不仅仅把两只个股的风险收益特征进行比较。

你会在一个能接受的风险范围内选择最大收益的投资组合。马柯维茨把这个过程称为最佳投资组合过程"均值—方差最优化"。

投资组合理论概念框架也是在此基础上建立，为此马柯维茨在1990年获得诺贝尔经济学奖。

似乎,投资组合建构问题也解决了。马柯维茨对投资理论的贡献根植于数学模型,同时也是古老的常识——最好分散你的投资而不是"把所有的鸡蛋放到一个篮子里"。

理论好,但你真的能用吗

马柯维茨理论运用数学原理不仅清楚地展示了"不要把所有的鸡蛋放到一个篮子里"的原因,而且提供了精确的运算,准确地告诉你鸡蛋应放在哪里。通过计算机运算能计算出证券的预期收益、标准差、相关性,并能准确计算出最佳投资组合。

然而,上哪里得到那些数据呢?美国公司的股票就已接近6,300只,债券数以千计,而且还不算其他国家的证券以及如房地产投资和商品投资这样的投资工具。

美国6,300只股票间的相关性就有约2,000万种情况。当然,运算时也同样需要6,300只股票的预期收益及6,300只股票的标准差。上哪里得到这些数据呢?

得到这些数字的一个办法就是使用历史标准差及相关性。分析家们使用马柯维茨"均值—方差最优化"进行运算,同时也试着使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史收益来预测未来预期收益，尽管历史收益对预测未来收益方面并没有什么益处。

拥有了大量的数据后，分析家们开始用马柯维茨“均值—方差最佳化”进行运算。

的确，你可以在你的推销说辞中使用马柯维茨理论

结果是完全混乱的。如果你只使用历史数据，你就会得到荒谬的结论。例如，历史数据会告诉你应该 100%投资于亚马逊网站或香港股票。通常情况，结果明显与理论告诉你的做法相反——不要把所有的鸡蛋放到一个篮子里。

如果你是当代的投资经理或顾问，你会使用“均值—方差最佳化”作为主要推销的说辞，并声明你使用“精密的运算”及“获得诺贝尔奖的技术”来实现资产配置及投资组合最优化。

然而，对投资过程只需做个小调查就能发现真相，可是却很少有外行的人做过这样的调查。如果“均值—方差最优化”是基于计算机操作的，那么输入也会在一定程度上被修正。运行后当然能得到预定的结果。任何其他形式的运用都是不可能的——如何得到不受输出期望值影响的有意义的输入是太大的难题。

马柯维茨理论之合乎逻辑的结论

也许这很让人失望。然而，通常情况下，如果你还没有把一个数学理论的逻辑贯穿到底就想很快把其应用到实践中，那么你将无法得到最终结论。以马柯维茨的模型为例，人们争着去用马柯维茨模型进行运算，结果发现，在实践中效果并不好。但是，只需在理论基础上迈出一小步就会得到必然的结论。由此这个结论通过做少量复杂运算甚至不需要复杂运算就可应用于实践。

诺贝尔奖获得者詹姆斯·托宾（James Tobin）、威廉·夏普（William

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

F. Sharpe)(不久你就会在书中再次看到他们的名字)很快就发现马柯维茨理论最终会得出什么。他的理论讲述的是如果预期收益、标准差、相关性都有真实价值,如果你和其他投资者知道预期收益、标准差、相关性是什么,那么一旦给出你对风险的偏好,就能准确计算出最优投资组合,也就是你要投资的投资组合。

注意,这个投资组合对所有投资者来说就是最优投资组合。

假设所有投资者都拥有相同的投资组合,那么这个投资组合会是什么样呢?所有投资者都拥有同样的投资组合的唯一方法是所有人都持有整体市场的一个横截面——也就是说,他们都持有市场投资组合。

这是马柯维茨理论不可避免的结论。最后一点不是让你广泛撒网以期收获估计超过 2,000 万的数字,然后用这些数字进行复杂的运算。不,符合逻辑的结论是,如果这些数字存在,那么每位投资者都应该投资于市场投资组合。市场投资组合就是以相同比例持有市场上存在的所有股票。

指数化

早在 20 世纪 60 年代末 70 年代初，机构投资者意识到市场投资组合就是马柯维茨理论的结论，他们开始建立一个与市场指数完全一致的投资组合。以这种方式建立起来的投资组合被称为指数基金。建立这样的投资组合的实践被称为指数化。

最初的动力来自于理论思考而不是源自成本思考，即基于风险收益的最优化投资组合就是市场投资组合。第一个指数基金由美国威弗银行的投资经理威廉·福仕 (William Fouse)、约翰·麦克考(John McQuown) 创立——即丹佛手提箱及旅行装备生产商萨姆索纳的 600 万美元养老基金。

不幸的是,第一个指数基金权重与市值不等。这个基金试图把纽约证券交易所所有股票囊括在内。把所有股票囊括在 600 万美元的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金中并让其权重等于市场权重，这意味着有一些股票只能投资几美分，另一些股票要投资数千美元。这是不切实际的。另一种做法就是让所有的股票权重相等，这种方法偏离了理论的主要方向，且有很大的缺陷。然而，威弗银行的经理发现他们仍然要在600万美元的这个规模相对比较小的投资组合中囊括大量的股票。

福仕和麦克考意识到没有大规模的投资组合，复制整个股票市场将是件非常困难的事情。因此他们决定设计另一种策略。普尔500指数股票的总价值很大(例如，普尔指数股票资本化——流通在外股票的总价值——规模大)。在那时，这些股票占据了80%的市场价值。因此，对普尔500指数的复制接近于对整个股票市场的复制。

20世纪70年代初，另外两位来自波士顿百骏财务管理公司和芝加哥美国国家银行的投资经理决定建立指数基金。在1974年约翰·伯格(John Bogle)成立了以非营利结构为基础的先锋公司，并以把成本降到最低为准则。同时伯格建立了先锋普尔500指数基金(Vanguard's S&P index fund)。

指数基金的建立经过了很长时间，许多投资者(这个数量与投资者总数相差甚远)发现投资指数基金行得通。先锋普尔500指数信托胜过了85%的共同基金，这一表现激发了投资者投资指数基金的意识。如今，先锋普尔指数基金已经是美国两三个大的共同基金之一，资产约7000万美元。基于现有共同基金的规模和新的经营效率，不久后先锋公司建立了另一个指数基金——总市场指数基金(the Total Market index fund)，并最终实现了复制整个美国股票市场这一想法。(先锋公司拥有一个复制了美国国内股票市场的指数基金和一个国际指数基金——即非美国股票市场的指数基金)

指数基金有三大重要优点：第一，在每个风险层面上，它提供投资者最大的预期收益；第二，费用低廉；第三，由于换手率低，指数基金管理费用和税都是最低的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就那么简单

我绝不同意仅仅因为关于投资的数学理论会告诉你怎样做，比如怎样投资指数基金，你就应该立即着手去做。这样就会成为哈耶克嗤之以鼻的“科学至上主义”的一个例证。

我之所以要阐释马柯维茨理论及其合乎逻辑的结论，并不是要把理论马上应用于实践。我要说明的是获得诺贝尔奖的理论其实很简单。

投资顾问及投资经理们故意宣扬马柯维茨理论应用多么复杂，他们只是为了更好的把产品卖出个好价钱。他们兜了很大一圈，声称为你构造类似指数的投资组合——但是这种组合成本要远远高出指数基金。

投资指数基金或投资于各种类似的低成本股票并不在于有一个非常的复杂的理论为依据。仅仅因为其成本低于其价值。

接下来，让我们通过对“风险”这个深奥概念的探究来扩展马柯维茨的理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章

天下没有免费的午餐

在这一章中，之前所提到将要有所改变。我曾提到，除非运气来了，否则你不能成为市场赢家。尤其是在扣除了付给投资经理及顾问的高昂费用后，更不能赢得市场。

现在，我要说的是，“你要成为市场赢家？那么好，你可以！”你不仅可以赢得市场而且可以轻而易举的做到。接下来，我要告诉你怎么样做。去借些钱。如果你想在市场中赚得更多，那么就尽可能多的借钱。然后投入股市中。

让我们来看一个例子(图 12-1)。假设你的投资组合价值 20 万美元。如果把其投资股市，从长远看，你一年可收到 8%的收益，两年就可以有 16%的收益。

假设你借了 5 万美元，利息为 4%。在 20 万美元基础上把这 5 万美元投资股票。你的投资组合仍价值 20 万美元——数量没变化。因为投资 25 万在股市，但你要减去你 5 万美元的贷款。

如今，在两年中你得到的不是 16%的股市收益，而是 18%的收益。

为什么？现在你有 25 万美元投资于股市（自有资本 20 万，贷款 5 万)，25 万美元按照 16%的收益，你将得到 4 万美元。然而，5 万美元的贷款，2 年你将支付 4 千美元的利息。因此，你的净收入就是 4 万美元减去 4 千美元，也就是 3 万 6 千美元。在你拥有的 20 万美元的净资产上，3 万 6 美元的收益也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

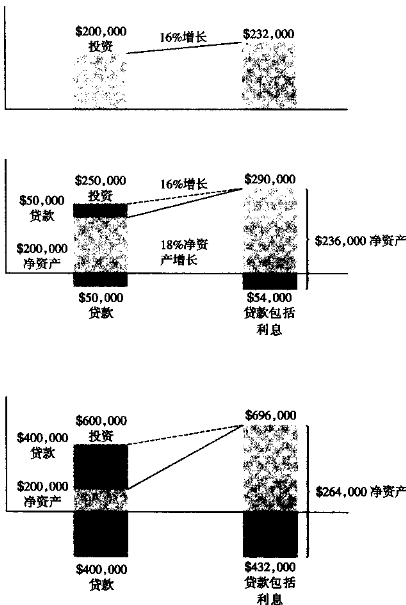


图 12-1

就相当于净资产的 18%。

这很神奇吗？不，一点也不。用一个单词来表示，那就是杠杆。你通过借来的资金来进行投资组合。如果你借款的利息率低于投资收益率，那么你就能增加投资收益。这根本不稀奇。许多对冲基金就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样操作的。借得越多，收益越多。

很快，你就从市场中获得超额收益。从长远看，如果你能坚持下去，你将真正成为市场赢家(如果你很谨慎不让花费超过收益，当然你肯定不会让花费超过收益的)。

借贷越多，风险越大

等一下——你的意思是，“前提是你能坚持下去”？

股市起伏不定，从长远看，如果股市能像人们期望的发展，你可能有8%的收益率，然而道路却迂回曲折。杠杆投资越多，道路越迂回曲折。

有多年经验的股市观察家都知道，若干年后，你将可能经历20%的下跌，这是你无法预测到的。如果你没有进行杠杆投资，你将很难接受。但如果你在20万美元的投资组合中增加5万美元的借贷，你的投资将下跌26%，而不是20%——真是更加令人不安的事情。

此外，你甚至已做好心理准备一路颠簸前行，可能还没能看到长远的收益，就破产了。杠杆投资有太多的不确定；杠杆投资越多，不确定性越大。如果股市收益比期望的差，那么借款来投资会很糟糕。

简言之，杠杆投资越多，长远收益会越好，但同时风险也会越大。

你知道，没有免费午餐

经济学家喜欢用一种诙谐的方式表达，“世上没有免费的午餐。”他们的意思是说如果有人请你吃饭，不妨可以赌一下你会是最终买单的人。你会被一顿免费的午餐而打动，最终做成一笔你难以拒绝的交易。那么最终你将支出至少是一顿午餐的成本。

这就是经济学家所谓的午餐。经济学家们的意思是说在经济领域中没有一样东西是免费的。也就是说一切事物都有价格标签。如果价格标签不是以美元或美分形式，那么定会有一种价格签是要付出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精力、时间、不适，甚至是风险。因此，从这点看，杠杆投资既是好消息又是坏消息：好消息就是从长远看你会得到丰厚的收益。坏消息是你的投资组合不会持续太久，因为有风险存在。

当然，你可以最终选择避开风险。如果你投资于长期存款或美国国库券，你每年可以得到4%或5%的保障性收益，除非整个美国经济乃至世界经济崩溃。

这就是完美的零标准差——你的收益没有波动或不确定。但你的收益是最低的，也就是所谓无风险收益率。

夏普的洞见

1990年与亨利·马柯维茨(Harry Markowitz)同时获得诺贝尔奖的是威廉·夏普(William F.Sharpe)，斯坦福大学金融学教授。他的突破有时被称作"资本资产计价模型"，如果更大胆一点的说，可以叫做"现代投资组合理论"。他认为存在市场价格风险。对每一个高出无风险利率之上的期望收益率百分点，你不得不付出一定比例的风险，正所谓"天下没有免费的午餐。"

你可以通过期望收益的增加，导致增加风险，来平衡你的市场投资组合。或者你可以投资于多元化非市场组合来增加期望收益，但风险要比市场资产组合大。然而，根据夏普理论，如果你投资于非多元化资产组合，你不会得到期望收益。也就是说，如果你投资一只波动幅度很大的投机性股票，扩大了收益的标准差——风险，可是这并没有使你的期望收益增加。加大投资风险并不能增加长期收益。你需要进行特殊种类风险投资——如创新性研究风险，或者试着建立一个大的生产经营项目。你应该为增进生产力、创造财富而进行的风险投资。你还要分散风险。仅仅为风险投资而投资并不能增加你的收益。

举个例子，通过投资彩票或者加入办公室同事们的午夜扑克游

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戏扩大风险是没用的。买彩票，你实际上是在减少你的预期收益，因为彩票组织者带走了一半的收益。以扑克游戏为例，这是一种“零和游戏”；财富不会产生也不会损毁。因此，你不能期望通过冒险玩游戏来增加你的财富（除非你知道你比其他玩家都出色）。

你不能期望通过长期外汇期货交易来增加财富。外汇期货交易同样是“零和游戏”。一方在交易中赚钱，另一方就会损失。双方的投资都没有增加任何财富。如果你想赢，你就要比其他交易者都要出色。

换言之，为冒险而进行风险投资不会增加收益。

如果你想要比股市预期收益要好的收益，同时也想冒险试一下，那么你必须首先冒一定风险把资金投资于股市，然后通过借入资金来平衡风险。如果你想让风险小于市场风险，你必须把股票投资组合与低风险债券和银行存款结合起来。

决定冒多大风险

因此，至少在理论中，在选择投资组合时，你被限定在特定的范围内：对风险级别的选择。如果你能冒风险，从长远看你能得到比市场要高的收益（税费前）。如果你不能，就只能得到比市场低的收益。

没有一种科学而精确的方法对风险评级，但历史统计数据能够有所帮助。那些关于你可能在较长一段时间赚多少，在短期内赔多少的信息能够对你有所帮助。例如，历史数据会告诉你在近 20 年间的所有的股票组合中，你有机会得到每年 8%的收益。但在其中的某年你会立刻损失 20%的资产。

你能忍受这样的损失吗？如果不能，那么你可能对 50-50 的“股票—债券”组合更放心，这一组合能带给你每年 6%的收益，而在行情不好的年里你也仅仅损失 8%。

怎样选择由你决定。为了增加投资回报的机会，你应该冒多大的风险？人一生中总要做出类似这样的决定，并希望有人能告诉自己怎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么样做，然而风险需要我们自己单独做出决定的，任何人都爱莫能助。

投资中重要的希腊语

在提到获得诺贝尔奖的投资理论时，不得不提一下希腊。我不是指生活在爱琴海的希腊人，而是指在数学公式中频繁出现的希腊字母。

之前我曾指出，数学家们——至少是理论数学家——不使用数字。他们使用符号代表数字。任何学过中学数学的人都会知道，你用英语字母表中的字母——如字母 x—来代表数字，但英语字母表很快就穷尽了。这时你会使用其它字母表，如希腊字母表、希伯来字母表。

那些在这个领域工作的人被称为金融工程师，在现代投资组合理论及证券衍生品定价理论中，他们会常常提到“希腊语”。他们所说的是希腊字母，一些跟数学有关的字母。我们稍候再对希腊语进行解释，现在就来探究一下希腊语的字面含义。

在现代投资组合理论中，μ（谬）、σ（西格马）、ρ（柔）、β（贝塔）是重要的希腊字母。μ（谬）代表股票的期望收益或资产组合，σ（西格马）代表标准差，ρ（柔）代表两个证券或证券组合的相关性。

至于 β（贝塔），它衡量资产组合的风险，此资产组合需与整个股市资产组合比较。整个市场的指数基金贝塔系数为 1。在之前提到的例子中，你借人 5 万美元投人 20 万美元的资产组合中，此杠杆资产组合的贝塔系数为 1.25。50-50 的“股票—债券”组合贝塔系数为 0.5。

如果股票资产组合贝塔系数为 1，根据夏普资产资本定价模型，期望收益会高于市场均值。因此，在理论中，从长远看，这种资产组合能够胜出市场（不计算费用）；同时也相应的比市场风险大。

贝塔系数囊括风险决策

贝塔系数有多高就意味着会有多少风险，同样也意味着要借人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多少资金来平衡你的资产组合，即在股票-债券上投资多少。

如果无风险利率为 4%，股市期望收益是 8%，那么风险溢价是 4%（市场期望收益低于无风险利率）。如果贝塔系数为 1，你的风险级别和期望收益与市场均值相同。因此，你的期望风险溢价将会是 4%，接近市场均值。你的投资组合的期望收益将会是 8%，接近市场均值。如果市场的标准差为 16%，那么你的标准差也将为 16%。

如果你的贝塔系数为 2，你的投资组合风险是市场的 2 倍，同样风险溢价也是市场的 2 倍。例如，如果你借人足够多的资金使你的股票投资翻倍，你的投资组合贝塔系数为 2，那么你的期望风险溢价将是市场的 2 倍，即 8%。你的证券组合期望收益将会是 12%，即 4%无风险利率加上 8%的风险溢价。你的投资组合的标准差或“风险”将会是 32%，即是市场的 2 倍。

如果你的贝塔系数是 0.5，或者 1/2，那么你的风险将会是市场风险的一半。如果你把一半的资金投人股市，另一半的资金投人低风险债券，你的贝塔系数就是 0.5。你的风险溢价会是市场的一半，即 2%，因此你的期望收益就是无风险利率加上 2%，总共 6%。你的资产组合标准差，即风险，将为 8%，是市场风险的一半。

哦！阿尔法在哪里

至于 α（阿尔法），它只是一个微不足道的数字，公式中的符号，这个符号代表了一个数字。

但阿尔法不仅仅局限于数字符号！阿尔法是圣杯！阿尔法是每位资本经营者、投资顾问及投资者所追寻的。每个资金经理都口口声声念叨着阿尔法。

但是，阿尔法有其负面秘密：一种被称之为地毯下的秘密，没人看见没人知道，优秀公司里没人提起它，尽管有时会被一带而过的映射到。

阿尔法系数是资本经理或者投资组合超出经过风险调整的市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数的百分比。阿尔法系数本应该具有正面影响；也就是说，资金管理者应该在市场指数之外提供一些其他的东西。但对于大多数资本管理者来说，阿尔法系数有其负面的影响。此外，如果偶尔产生积极影响，那也只不过是极其偶然的事件。

在富玛利亚案例中，阿尔法系数证明了比起那些不吸烟的人，烟草能降低吸烟者患癌症的几率。这样的积极影响并不是经常发生。发生了，也只是偶然事件。

时常会有些文章诸如“你的阿尔法系数是否大到覆盖你的费用”(或者是‘……覆盖你的税’)出现在金融技术杂志上。其作者通常在专业领域已是耀眼明星，他们拥有杰出的成绩，大胆的想法，因此他们有权这样发问。然而答案通常是否定的。

但是，事情总有周旋的余地。不，你的阿尔法系数还不大。这仅仅意味着要么你努力工作，要么找到一个新的公式。那些文章从不会以这样的话结束，“因此，大部分像你一样进行投资的人在这么高昂的费用面前应该退出，因为没有成功。”这些文章并没有提到，“因此，忠诚的专家们要召集你的客户，并告之由于没有为客户们赚到钱，而且还花费了许多费用，你要摘牌停业。”

所有的东西都齐了

从对希腊语的迷惑不解到复杂的诺贝尔奖理论的晦涩难懂的术语及数学公式，你不需要我现在对此重复声明。尤其是，你只需付钱给那些懂得这些理论的人或声称自己懂的人，你甚至自己不需要懂。如果你懂这些理论，或许只能让你在做决定时感觉良好。

我如此细致的阐释理论就是想让你知道我所说的就是投资的全部事情。投资理论没有那么复杂，也并没有那么重要。你要决定什么样的风险你可以承受，即你要把多少资产组合投入股票。没有一个明确的方法告诉你怎样做。最终你要做的就是确定一个数目，然后进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资。你可以翻看任何一本这方面的名著，参阅其中的历史统计数据，你也可以参阅网站上的数据，比如共同基金网站（不要让这些数据成为你投资共同基金的理由，如果共同基金的费用很高）。这是个非常重要的决定，如果有人帮助你那就更好了。即使你花钱雇人，你也愿意有人帮助你。然而，高昂的费用充斥着整个行业，尽管这些帮助能体现出金融价值，也只能最终淹没在高昂的费用中。

这就是你应该做的

不要理会投资顾问的意见。“马柯维茨-夏普理论”告诉你应该做什么。根据理论，首先要对股权投资组合做出决定，股权投资组合应该是多元化的资产组合，即指数基金（如果需要资产组合多元化，那么就需要不止一种投资组合）。然后对股权（股票）和债务工具，也就是债券进行分配，对债务的被动型投资，换句话说就是借贷或举债会表示你是否特别有野心。

如果你做长期投资（20年甚至更长的时间），如果你心理上能承受股市的起伏不定，或者说能对这样的起伏不定（尤其是股市下跌）视而不见、毫不在乎，那么就把你90%投入股票中，把10%投入债券，或者把大于90%的资产投入股票中。

如果你就投资10到15年，并且对股市的波动性很反感，那么50-50的混合资产组合最适合你。

如果你的投资年小于或等于5年，一旦你的投资组合下跌，你就忍痛卖掉，那么你不要投资股票。

以低成本投资于股票中，投资于多元化的股票市场组合。大部分的多元化资产组合不仅包括美国股票还包括国际股票和地产。

这里有个股票投资组合的模型：60%的美国国内股票、30%的非美国股票、10%的房地产投资信托基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于大多数多元化、低成本的美国国内基金来说，你可以在富达斯巴达市场基金、先锋市场基金、iShares 道琼斯整体市场指数基金、教师保险及年金协会基金(TIAA-CRFF)等基金中选择。如果你是个有社会责任感倾向的人，你会远离多元化的选择，而仍持有低成本的教师保险及年金协会基金的社会股票基金。

对于大多数多元化、低成本的非美国基金，你可以在富达斯巴达、先锋总国际基金或其他几个中选择。对于房地产信托基金，你可以在先锋、iShares 等公司中选择。对于债券，你可以使用低费率(比如低成本)的中期债券基金，如先锋中期债券指数。

如果你确实有必要有自己的金融顾问，一定要找一个佣金低的顾问，并且对销售共同基金投资产品很在行。像范畴基金顾问公司及上述提到的基金公司提供的指数基金价格就很低廉。

重新审视两三年间你投资的百分比是否有变化，并且你想重新调整资金以便适应你不断变化的投资眼光。或者说你对风险有了不同的看法。尽管有变化，但什么都不要做。

我怀疑如果你出于好奇花高价去咨询投资顾问或投资经理，甚至是那些用我以前提供给你那些信息武装起来的，他们会让你对投资真实性产生疑问。他们会让你对是否应花高价去请投资顾问帮你做最佳的投资推荐而疑惑。这些人是高水平的销售专家。投资谎言让他们继续做下去。谎言充斥在我们周围。投资顾问们相信自己能把你说服，尽管他们所说的没有任何意义且与事实矛盾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第13章 投资天才与钞票

每当有人说到胜出市场靠的是幸运而不是技术，似乎大家的反应都是相同的。人们好像说台词一样脱口而出。

“那么怎样解释彼得·林奇和沃伦·巴菲特现象？”

由于有这个全民阅读脚本，暗示彼得·林奇和沃伦·巴菲特胜出市场靠的是运气是近乎异端的说法。就像说亚伯拉罕·林肯为拒绝南部州从联邦分离的要求而牺牲了60万美国士兵，让他们陷入死亡的恐怖深渊，而林肯对自己的所作所为完全不以为然。然而对于林肯来说，结局是令人欣慰的，南方各州判乱被平息。

一旦一个人成为人们崇拜的对象并被写入民间传说，那么对这个传说的一点点诋毁都是不允许的。亚伯拉罕·林肯与彼得·林奇和沃伦·巴菲特的不同之处很容易理解。我们无法用统计来衡量林肯的作用。我们无法用任何基准衡量林肯的功绩。我们也同样不能说如果没有他而会发生其他的事情。我们只看到了一个好的结果：美国的奴隶制度被最终废除，重新联合的各州如今已经变成世界上最繁荣兴旺和民主的国家。

如果不是林肯，我们并不知道这两件事还是否会发生，或者说是否会有更好的事情的发生。我们无从知晓，也不会知晓。我们没有清晰的理论框架去评估这个问题。因此，结论是林肯的决心在世界历史事件中具有决定性的力量。这个结论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是不能被精准的测试出来的。

彼得·林奇和沃伦·巴菲特的投资行为则是另一回事。巴菲特是否是优秀的公司经理以及林奇是否是勤奋追求目标的人并不是问题所在。他们的才智以及勤奋的形象永存，并牢记在世人心里。同理，尽管比尔兹敦女士投资俱乐部的错误数据已成为新闻被传播着，但是她们也应被世人记住。

林奇管理的富达·麦哲伦共同基金（Fidelity Magellan mutual fund）以及巴菲特领导下的伯克希尔-哈撒韦投资组合 (Berkshire Hathaway) 表现好于市场，靠的不只是幸运。他们的表现总是能够预测。他们表现是否真的这样的好，这个问题有明确的答案。这是个简单的统计问题，并有明确统计结果。

彼得·林奇与沃伦·巴菲特

对于那些不了解彼得·林奇和沃伦·巴菲特的人，我会给出简要介绍。

彼得·林奇

彼得·林奇 1969 年作为研究分析员加入美国波士顿富达共同基金公司(Fidelity mutual fund)，当年他 25 岁。1974 年升职为研究主任，并在 1977 年接管富达麦哲伦基金。那时麦哲伦基金拥有 2,200 万美元资产。林奇一直对麦哲伦基金进行管理。直到 1990 年 5 月 31 号，他决定让别人接管基金。那时麦哲伦基金只值 1,400 万美元。

在 1977 年至 1983 年期间，麦哲伦基金在股市中的表现惊人，每年有超过普尔 500 指数 20%的投资回报率。投资者获知此消息后纷纷把资金投入该基金中。不幸的是，在林奇管理麦哲伦基金的几年中，大量的新基金涌现，并且表现不俗。因此麦哲伦基金表现也就没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么突出了。在1984年到1990年期间，此基金仅仅能赶上市场指数。1990年林奇退休，此后麦哲伦基金表现多半比指数差。然而，就像富玛利亚品牌香烟因癌症发病率低于标准癌症发病率而知名一样，麦哲伦基金依然有一定知名度。如今麦哲伦基金仍然是世界上最大的共同基金之一，基金经理们也靠此赚得数十亿美元费用。

1977到1983年间，林奇管理下基金的传奇表现使他有一生享用不尽的荣誉，并且一直延续到此后的很长一段时间里。他是在世的伟大的投资大师。就是因为他那段时间的不俗表现(尽管在很少的资产基础上)，麦哲伦基金历史平均收益率如今仍很突出。因为那段时期后大量的资金涌入麦哲伦基金。但是，麦哲伦基金平均每美元投资实际上没有超过市场平均数。然而，这一事实也早已湮没在名人的崇拜中。

沃伦·巴菲特

沃伦·巴菲特的显著成绩持续久远。他的成功投资至少持续了50年。在过去的大部分时间里他的投资表现是完全记录在案的。

1941年巴菲特11岁，他买了6股城市服务股票(一家石油公司的股票)，从此开始了他的投资生涯。在内布拉斯加州大学毕业后，进入哥伦比亚大学，并获得工商管理硕士学位。在哥伦比亚大学，他师从本杰明格雷厄姆、戴维·多德，两位是享有盛誉的基础证券分析的书籍作者。此后曾在格雷厄姆的纽约合伙制投资公司工作了两年。格雷厄姆于1956年退休，此后巴菲特又回到内布拉斯加州。

从纽约回到内布拉斯加后，巴菲特的职业生涯历史都记载着每笔成功投资。他建立了合伙制投资公司，并从亲戚朋友那筹集到约10万美元的资金投入公司。此外他又增加了合伙人。在与合伙人的投资和自己的投资中，他于1962年积累了价值100万美元的净资产。那时他才刚过30岁。

1962年，巴菲特合伙企业开始购买马萨诸塞州一家名叫伯克希

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔-哈撒韦小纺织厂的股票。他的合伙企业不久就成为伯克希尔-哈撒韦最大的股东并于 1965 年控制了整个公司。在 20 世纪 60 年代后期，巴菲特解散了合伙制公司，并把他及他合伙制公司的资金投资在伯克希尔-哈撒韦股票中。伯克希尔因此成为由所有合伙人控股的公司。

他几乎遵守并实践了这本书建议的大部分投资模型。他相信买入股票并长期持有能带来更大的收益。在他的投资业务中，他把成本降到最低。他的投资组合源于积极的选择股票，而不是消极的复制市场，而且他这样积极的管理使得成本也很低。他确实破坏了广泛的多元化准则。他只持有少量股票。只有在某个时间一些股票被低估，巴菲特坚信的投资理念才有意义。

巴菲特如此低的投资成本只有在他的财富积累时才能被发现。自从 1960 年以来巴菲特积累财富可以通过他实现的投资回报中计算出来。他同时也为股东们选择了相同的投资。那个时期他的财富不是从收取合伙人及客户的费用得来，这样会降低他的投资回报。巴菲特实现的投资收益也就是合伙人及客户实现的投资收益。巴菲特向客户收取的管理费也很合理。他积累的总数比他们更多,因为他一开始就有更多自己的资产用于投资而且他还持有更长的时间。 巴菲特的长期平均投资回报率约为 27 % ，这取决于对时间选取的测量。按这个速度，1962 年他的几百万美元已增长到最近几年约 400 亿美元，可以说这完全依赖于奇迹的复利增长。

可以预测吗

人们很容易认为巴菲特是个真实的例外，或者说这样的例外证明了一个规则。巴菲特似乎知道他在做什么，并且不断地实践自己的投资技巧。他从不唯科学至上。事实上，他一直极力反对科学至上的观念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，我们还是要问：如果给出所有的投资经理和巴菲特的投资表现数据，我们之前能够预测巴菲特卓越的投资表现是否能延续下去吗？我们能够预测这样的表现将来会一直继续下去吗？（事实上，在2003、2004、2005年中，伯克希尔-哈撒韦的表现要差于市场指数。）抑或是一个现象，就是只能在事实已知之后才知道，而不是之前？

巴菲特和林奇的投资哲学与弗雷德里希·哈耶克曾经推荐的观点一致，并且与比尔兹敦女士投资俱乐部的实践应用一致。所有三类投资人——巴菲特、林奇和比尔兹敦的女士——都是实践着股票选择方法论，并不受科学的影响。他们通过获知的小报消息来进行交易，并且通过勤奋的观察来收集信息，他们并没有依据宏观的数学理论来进行每笔交易。然后，就让复利增长及长时间运转来为他们做剩下的工作。

然而，无论巴菲特的投资实践多么值得称赞，并且这种称赞多么无懈可击，现在我们首要的任务要回答一个问题：巴菲特的成功仅仅源于幸运？能说他是个普通的来自奥哈马的人，凭借运气获得成功吗？我们能否说他是个勤奋而节俭的人，因此幸运不会离他远去？

事实上，这就是巴菲特自己塑造的形象。难道对于那些类似路易斯维尔、瓦多肯、杰克逊、莫林、弗雷斯诺、纳什维尔、夏洛特、阿布奎基、雅吉瓦、密苏拉、尼斯马克的男男女女，对于和他一样选择股票的人，对于其他地方想通过投资赚钱的人来说，巴菲特比他们都幸运吗？

统计分析

这是个统计上的问题。有明确的统计答案。并且有不止一种的回答方式。每一种回答方式都会考虑到。我将焦点集中于巴菲特的投资表现，因为他出色的投资表现要比林奇持续的时间长。因此也更引人注目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我将从 3 方面考察巴菲特的投资表现。

- 假设他是个幼稚的投资者，每年有一半对一半的机会成为市场赢家。
- 假设巴菲特胜出市场的机会大于 50%，因为他的风险更高。
- 评估他超过市场平均值的毛利率。

每年一半对一半的机会胜出市场

如果胜出市场是随机事件，有 50%的机会胜出市场，那么胜出市场平均概率就如同投掷硬币一样。在任何一年，或是一年中的某段时间，如一个月，胜出市场的机会是 50%，就像投掷硬币得到硬币正面的机会一样。

如果你不停的投掷硬币，有时是正面，有时是反面。连续 10 次得到硬币的正面也就是相当于一千次中的一次（实际上，1:1024）。那么如果把 1000 个硬币每个投掷 10 次，很可能其中的一枚硬币的正面出现 10 次。那么那枚硬币就是“幸运的”。但这不意味着这枚硬币有多特殊（当然，它也可以）。这仅仅意味着其中的一枚硬币可能连续出现 10 次正面，而且这是唯一的一枚。

通过统计分析会得出这样的结论，在所有的投掷中，全部的硬币都有 50%出现正面的机会。这种假设很容易解释其中一枚硬币连续 10 次出现正面这样一种现象。

另一方面，如果你把 1000 枚硬币每枚投掷 50 次，其中有一枚硬币正面出现 49 次，那么结果就大不相同。50 次的投掷中有 49 次出现正面几率等于一万亿的 1/22。因此，统计分析结论为，“在所有的投掷中，全部的硬币都有 50%出现正面的机会，这样的假设无法解释一枚硬币在 50 次的硬币投掷中，会有 49 次出现正面。唯一的合理解释就是那枚硬币太重了。

硬币在投掷后出现正面和反面的几率能计算出来。那么基于实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际发生的概率，你可以接受也可以拒绝随机假设。

在 1996 年到 2000 年 35 年中，巴菲特的伯克希尔-哈撒韦股票曾 23 次胜过普尔 500 指数。这样的概率是 1/22。因此，打个比方，克隆 22 个沃伦巴菲特，在诸如奥马哈、内布拉斯加等 22 个地方投资，投资期 35 年，其中一个能像巴菲特一样胜出市场。显而易见，其他的 21 个不能变成名人、富翁。

在 35 年间，会有许多这样的人试图像巴菲特一样成为市场赢家。巴菲特偶然成为这样的人。在此基础上，不能否决随机性假说。

这个结论很出人意料，因为听惯了相反的假说及综述。尽管如此，这个结论不可避免。

每年胜出市场的风险调整机会

如果你的风险大于市场风险，你将有大于 50%的机会击败市场。通过所有的标准测量方法，沃伦巴菲特的风险大于市场平均风险。这是因为巴菲特专门投资那些所谓的“出现财务状况的公司”。市场认为这些公司表现不佳，而巴菲特认为这些公司可恢复原来的状况。这样的股票通常风险更大。巴菲特的风险等同于把 1 美元借来的钱投入到已有的 3 美元中。换种方式，它的风险级别等同于 33.333%（1/3）的杠杆投资，或者说贝塔系数 1.33。

巴菲特承担了一定数量的风险，在任何一年他胜出市场的机会不是一半对一半，而是 54-46。有这样的事实基础，在 35 年中有 23 年成为市场赢家很有可能。有如此好的表现，这样的机会只有 1/9。

像巴菲特一样有胜出市场的风险调整机会

前两种分析并没有真正抓住整个业绩的实质。巴菲特享有股市表现声誉的权利并不仅仅在于他多年胜出市场，而是他能够以大量的毛利成为市场赢家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再次，标准的分析技术能够衡量胜出市场的几率，就如同巴菲特承担多大的风险，就有多大的机会胜出市场。不同的分析会得出不同的结论，因为分析方法不同，而且分析的时间段也不同。

我会向大家展示伯克希尔-哈撒韦股票在1967~2000年34年里表现的分析结果。仅仅在那段时间追踪市场以及33%的杠杆投资，就会有每年13.7%的收益率。而伯克希尔-哈撒韦德年收益率为26.2%，高出12.5%。这是随机事件的机率又有多大呢？

鉴于伯克希尔股票处于高度易变状态(例如，标准差)，完全靠运气而产生这样结果的机会大约是1/250。这似乎是一个不可能的结果。但是请记住，还有远远超过250位沃伦巴菲特的效仿者正试图在相同时期内胜出市场。这是不可避免，即使仅仅涉及运气，也会有至少一个假定的投资者得表现得像巴菲特一样出色。

任何人都可以做到

巴菲特出色的投资表现主要得益于奇迹的投资复利增长和长期的风险投资。任何人在至少具备了巴菲特坚毅、耐心、节俭的特质后，都可以做的很出色。即使没有巴菲特的技术和运气，普通的投资者如果贯穿巴菲特具备的最基本的美德就会积累大量的财富。如果你是少数的具备这样美德的人，并且可能在选择投资对象时有非同寻常的运气或技能，你也可以像巴菲特一样做得超级出色。

这是个简单的数字问题。巴菲特年轻时工作很努力，也很节俭。他少年时曾卖过报纸，并把赚到的钱投资于一家农场，还有一些小的冒险。随后在华尔街为格雷厄姆效力两年，那时他收入可观，12,000美元。他很少花钱，而是把钱积攒起来用于投资。到1955年他25岁时，巴菲特已积攒了140,000美元。他作为自己及他人的投资经理的职业生涯从此开始了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设你是一位名叫乔的人。在1955年时你25岁，并通过努力工作积攒了140,000美元。之后的50年里，你把钱投资于股票市场，但你选了风险更大的股票。任何人可以像巴菲特一样通过杠杆投资平衡风险，但不同于巴菲特的是他们仅仅在之后的50年里与市场持平，那么他们会有15%的年收益率。在这个利率上，你可以使140,000美元积累成1亿5,000万美元。

你实践着巴菲特的美德，而不是如例子中所说的凭借运气或者技术，你就是100人中那个特别的人，或者说千枚硬币中的那一枚。那么你会像巴菲特一样，积累百亿资产。

技能或运气并不是重点——关键要有前瞻性

沃伦·巴菲特似乎并不那么特别，只不过是一个普通人，有良好的品质，运气不错。为什么我要这样说巴菲特呢？为什么我坚持认为他的成功源于幸运，而不是他的技术呢？

这不是我真正要回答的问题。问题并不在于运气或是技术，而在于前瞻性。

巴菲特的表现源于敏锐的洞察力、有规律的分析、勤奋的工作、价值的敏感性，这完全可能并且不得不让人信服。他显赫的业绩主要或者说至少部分是源于巴菲特节俭、耐心和勤奋的品德。

然而，有人已经预测到巴菲特会如此成功吗？甚至在他获得这样的成功后，有人已经预见到他的成功会延续下去吗？现在能够预测出他将会继续以高毛利润胜出市场吗？延伸开来，能够预测出任何一位资金经理的表现优于市场？

答案很简单，不能预测。某些人的优于市场的一时表现是否是技术或运气赐予的礼物，总的来说，礼物并不能像预料中的可重复、可持续。胜出市场的能力可能是在特定时间、特定情况、特定事件中的技术运用的结果。只有在特定的被定义的小环境中需要这种经过修

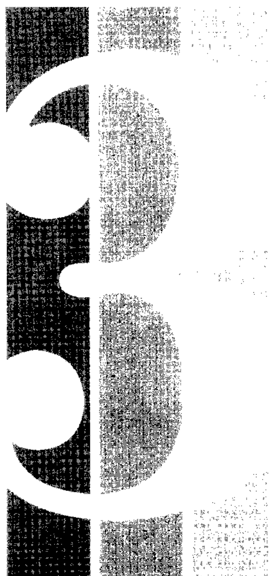
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

饰的技术。或者就是运气,没什么可解释的。

但是,有一点明确的是不可能预测像案例中的技术或运气是否能够持续下去。胜出市场的表现持续下去的几率就如同投掷硬币得到正面的几率一样。无论谁投掷硬币,无论此人有什么样的背景,结果都是一样的。无论之前得到的结果什么,如在硬币投掷中连续出现10次正面,你始终不能预测下一个结果是什么。

非常明确,沃伦·巴菲特、彼得·林奇的出现并不能作为投资者应该付给投资经理或顾问费用以期能使自己的投资胜出市场的依据。相反,沃伦·巴菲特得益于低成本运作,这点使他成为光辉的榜样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第3部分

你是怎样被推销的

HOW You Are Sold

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第14章

推销大谎言的有效说辞

在我十几岁时，一次宝贵的经历让我难忘，我从没想过我还会再经历一次。

那时，我是上门推销员。我推销杂志订阅。几乎每个人都会遇到上门推销报刊订阅。工作很辛苦，但是却能赚学费和零用钱。在一个暑假的杂志销售中，我赚到 1,800 美元，并把它用于支付我的学费。我很自豪。

然而，这是一次很奇怪的经历。我认为这并不是让人的尊敬的好方法。

团队由两个层次的销售人员组成：经理和普通销售员。通常情况下，普通销售人员由高中生组成，而经理们多数是大学生，至少也是比高中生年龄大的人。办公室后面有两个中年男子作为我们合作伙伴。有时给我们提供车，如果我们达成销售交易，他们会为我们付车费。

在我初中升高中的那个暑假里，我作为高中生加入了销售团队。销售人员的工作就是拜访郊区中层或中层以下的家庭，询问他们需要什么样的杂志。销售说辞大致如下，只要他们订阅一个季度的杂志（周六晚报），三个季度的报纸就可以赠阅。

当然，大部分人说了句“不感兴趣”就把你拒绝了。你还要再继续敲 20 到 30 家的门才可能有人愿意填写订阅单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大部分的学生仅仅干了两三天就辞职了。很少人肯买他们的帐，有时甚至没人，他们因此放弃了。普通销售人员及经理有销售业绩时才会得到薪水。所以如果你没有任何销售业绩，也就没有薪水。

然而，偶尔也有学生出现在销售人员队伍中，闪耀着天才销售员的光芒。我从不会指出什么样的特质能造就一名天才销售员。其中一位天才销售男孩有一张充满活力的面孔，脸上堆满微笑，身材瘦削，红颜色头发。他总是在门打开那一瞬间容光焕发的微笑，并且用清脆而洪亮的声音说道，“您想要哪些免费杂志？”我真的很不明白，你总是能看到人们说，“我不感兴趣。”随之人们又会说“这是怎么了！多俊俏的男孩！没什么大不了的订一份吧。”

然而，有些销售员并不满脸堆笑，也并不像充满活力的天才销售员，然而他们也天生会销售。我认为这些天才销售员的相同之处在于他们假定你会订阅杂志，如果你拒绝，他们并不知道该说什么。

一旦这些销售男孩们看到顾客填写订单的希望，他们会很友好的与顾客交谈，离开时总是会说相同的话：“对了，我的经理可能会上门核实。可以告诉他们我已出色完成了任务吗？”

我离天才销售员还差很远，可是我坚持了一个暑假。我做的很好。不久，你就会对所做的事情有了一种直觉。你会从一些迹象中发现谁有可能对此做出回应。

如果房子是在马路深处，那么你要穿过很长一段小路到达那户人家。这是个好迹象。因为这意味着那些曾经到过这里报纸销售员懒得再去敲门询问已被拜访过多次的人家。

另一个迹象就是如果有人开门，向屋内望去会看到许多杂志整齐的堆在架子上。你会认为他们不再需要杂志了。然而，这实际意味着他们不会拒绝上门推销。此时你的运气来了。

在初中升高中的那个暑假过后，我不再做杂志销售了。我又有了另一份暑期工作。因为我叔叔是一家公司领导，他暗中帮助我得到这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

份工作。这是我所经历的最糟糕的工作，在一个又黑又脏的仓库里干体力活。因为这是份协会性质的工作，我还要向卡车司机工会纳税，所以本来就很少的工资被削减的所剩无几。尽管这已经是不错的体力活了，可我还是患上终身干咳。

如今我是经理

因此在下个暑假我重新回到杂志销售团队。现在我是名大学生并且是名经理。真正的教育开始了。

当一名高中生销售员得到一份订单时，他会说，“哦，顺便说一下，我的经理可能会来验收，你能告诉他我已经出色的完成任务了吗？”这名销售员实际是在说，“我经理确实会来，他会说服你让你订阅四年的杂志，并且价位比你想象中高得多。”

我现在是个经理，我的职责是让高中生销售员先核对小卡片上的三种杂志，并且最终让这些潜在客户在这张具有法律效应的绿色小卡片上签字，在为期四年的杂志订阅中每月按时支付。没有人真想在这上面签字，因此要用销售技巧。学习销售技巧不仅仅是积累工作经验那么简单。

主要问题在于，这些潜在客户总是开口就说，“我们不需要。”你要在客户们说这句话之前阻止这样的开场白。

失败几次后，你就会意识到每次当你的推销说辞到达某点时，那些潜在客户就会说，“我们不需要。”因此你要找到这个点，尽量阻止客户们拒绝你。

举个例子，在我的说辞中总有这样一个点，每次说到这里，潜在客户就会说，“我不想要处方(prescription)。”客户们经常用“处方”一词。这并不是印刷错误，确实客户们总是用到“处方”一词。他们并不是我们要追寻的最聪明、最有文化的客户，因此这些人常常把“订阅”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(subscription)说成“处方”(prescription)。

老板告诉我们不要对客户说“这不是订阅,”因为这就是订阅。说谎超出了销售范围。所以,没问题,我学会了在这一时刻说,“这不是处方。”

起初,我很吃惊,居然奏效了。这让客户们忽略了拒绝我的那句开场白,使我能够继续进行我的销售说辞。当我也用到“处方”(prescription)时,他们会有一丝倦意。我相信他们已经迅速意识到自己用错了词。我只是有一丝嘲弄的意味,但还是维护了客户的面子。客户们也因为窘迫而不愿在此问题上过多纠缠。因此,在他们有点尴尬的状态下,我继续着我的销售说辞。(可以预见到,当客户遇到投资顾问,投资顾问会大谈特谈现代投资组合理论及精确的数学运算,当然客户无法理解这些理论。)

在接近销售尾声时,我掏出那张具有法律效力的绿色小卡片让客户签字的那一瞬间,他们拒绝了我。这使我丢掉了许多本该有的销售业绩。最终我找到了避免这种现象发生的方法。尽管我是装作很随意的把合同拿出来,并且眼看着这份合同就要被签上客户的名字,突然从客户的眼中折射出这份合同,之后他们会这样说,“我不想签任何的合同。”同时销售也就在此刻停止了。

我所发现的这个现象在销售中普遍存在,到现在我不明白这是怎么一回事。如果我带有些许的笑声,并随意而自信的掏出合同,念念有词“这是保护你将来不受起诉的合同。”那么所有的困难几乎会在此刻迎刃而解。这让我反复问自己为什么。没人会问:“这个合同究竟怎么样保护我”,也没有人会说“天啊!这是保护我的吗?这是保护公司利益的!”

我发现,销售员的箴言就是“如果相信某种方法奏效,就大胆去做吧。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资行业中的销售

投资业务在某种程度上应是销售业务。投资业务在很大程度上致力于用什么样的论调传达销售理念让顾客买账。在反复实践中不断改进销售，就像我结束一次杂志订阅销售一样要反复尝试。最终总能找到一个好的包装产品的方法，即最佳的销售说辞，和说服顾客签订合同的最佳的论调。

在此过程中，潜在顾客会倾向于接受那些听起来合理的建议，而不一定是完全正确的建议。如果销售员与顾客交流过程中出现一些障碍——如果顾问/销售员意在表达有一层含义的话语（“这不叫处方，哈哈，开玩笑”），但是顾客们却把它阐释成另外一种意思（这不叫订阅），如果这样的话奏效，如果这让顾客感觉很自在，如果这让顾客感觉很舒服，以上情况都不成问题。这种销售方式要比我 17 岁时站在门前即将结束我的杂志订阅销售所用的方式好得多，但是原理是相同的。

投资行业中的销售人员使用的方法很标准化，现归纳如下：

1. 使用信手拈来的数据
2. 用技术术语高谈阔论
3. 可敬、热情、真诚的外表
4. 挖掘客户相信与否的意向
5. 前进—迅速—忽略异议
6. 投去常识性一瞥
7. 准备好互动辩论
8. 新台词——新产品——时刻准备着
9. “言语含混”——榨干语言的含义
10. 强调“复杂的技术”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用信手拈来的数据

为什么真相难于查明、投资谎言难于赶走？一个原因是大量投资数据随手可得。认真选择你需要的统计数据并不那么重要了。谁会不怕麻烦去核实那些数据?那么请记住比尔兹敦妇女投资俱乐部用了多少年来摆脱那些不正确的统计数据给她们带来的不良影响，岂不知那些数据是多么容易核实？在“广告业中讲真话”规范方面做得不够好，并没有有效阻止投资服务行业的人使用虚假数据作为依据。

用技术术语高谈阔论

由于在销售声明和展示没有科学依据作为限制条件，投资顾问和销售员喜欢频繁使用所谓“技术术语”，向投资者不断灌输技术性词汇和统计数据。通常他们所做的阐释毫无意义，但是外行人并不知道事实真相。

这种字面上的周旋和自我陶醉似的的阐释过程使人想起一本极好的儿童书《桑椹大街所见所闻幻想曲》(*To Think That I Saw It on Mulberry Street*)，作者是苏斯博士(Dr. Seuss)。此书写于 20 世纪 30 年代。故事讲述了一个名叫马可(Marco)的男孩在放学回家的路上看到了一匹无精打采的马，拉着车在桑椹大街上缓慢前行。

马可想他可以告诉爸爸这一切，因为爸爸总是问马可在路上所见所闻。但是马可认为这没什么好讲的，他想也许可以把所看到的好好构思下再讲给爸爸。快到家的时候，他的脚上跟长了翅膀似的，走的飞快。马可已经在脑中构思出马车和装备让十几个灰姑娘和神仙圣母十分自豪的场景。

马可上气不接下气地飞跑，急于向爸爸讲述关于在桑椹大街看到马车、管乐队及其他的所见所闻。马可的幻想如泉水在此刻喷涌而出。当他看到爸爸严肃地表情和差点让他忘记威严的身躯，当他的爸爸问他在路上看到什么了，马可只回答，“就是一匹普通的马和马车。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在投资领域，缺少一种能够取代虚假数据、精密技术、数学分析方法荒诞传说以及无边际的自我幻想的权威。

可敬、热情、真诚的外表

由于投资大谎言的存在，投资过程不断加快。几乎每个人都和投资有某种联系。我们承认专业的投资顾问和经理并没那么浅薄，让我们把几百万、几千万美元投资到不值一钱的产品里。他们对人热情、受过良好教育，是有才智的专家，把投资者的喜好牢记在心。同样，他们能够在很大范围内犯错误，解释曾经错误的阐述，甚至为了销售的缘故掩盖事实。

挖掘客户相信与否的意向

作为投资者的我们，打心底里喜欢投资大谎言。就像人们宁愿相信有一天船会到达终点，有那么一天会中奖一样，人们也宁愿相信投资大谎言是真实的。他们愿意相信总有那么一个人能通过投资帮助他们快速发财。我已经提到过投资顾问和客户在相信奇幻力量上达成一致。即使回报是精神上的而不是钱财上的，对于这些投资者来说也值得与投资顾问有这样的关系。通常，人们会和心理医生有这样的关系。但是，投资者付给投资顾问和经理的费用要比付给心理医生的费用多 10 倍或 20 倍，甚至更多。

前进—迅速—忽略异议

由于投资大谎言被广泛接受，在投资行业里可以很快从失败转向成功，这确实很惊人。华尔街的公司总是能一次次获得重生，并且在能让他们臭名昭著的披露中安然无恙。

如果航空公司或飞机制造商所拥有的任何一架飞机坠毁或发生严重故障，那么他们就会损失惨重。但是人们发现由于美林公司顾问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建议加利福尼亚的橘子郡公共基金投资高风险证券，结果使基金价值大幅下跌，渐渐地，橘子郡无法支付美林顾问的佣金(但美林却赚取了巨额佣金)，但这件事似乎并没怎么影响美林公司的投资顾问生意。此后，人们还发现美林公司和其它华尔街投资顾问公司建议客户购买券商们认为被高估的证券，这也没有让他们的生意陷入困境。投资顾问公司大规模的刊登广告，或是杂志、电视，或是公告板，从不同层面上推销投资大谎言："我们知道怎样在投资中赚钱，而你不知道。"

投去常识性一瞥

许多优秀的研究学派、符合民意的权威、甚至是新闻故事都反对投资大谎言标志性的话。这一事实并不事关紧要。投资大谎言是周遭文化环境的组成部分。投资顾问团体只需要把他们那张专业的投资面孔和笔挺西服展示在公告板或杂志上。仅仅是瞧上一眼就能让投资者着迷，让投资者从他们这里或公司寻求咨询。

准备好互动辩论

如果一些简单化的理论赢得大家信任——如果一些投资方法或哲学看起来很奏效，并被许多专家所津津乐道，这些方法能够产生好结果，并与昂贵的专业建议和管理相辅相成——那么投资服务生意就找了能互动那个理论的方法，使得它成为销售论调的一部分。这些销售说辞有全新的面孔，被润色过并且比以前更有说服力。投资顾问可以用崭新的语气说，"你从未如此需要我们的帮助。"把投资理论根据需要进行加工，附加上一些暗示，并告知你需要雇佣我们来帮你完成投资。

新台词新产品——时刻准备着

马克·吐温是个善于说谚语的作家。这些有哲理的话简单、幽默又能给人震撼的感觉。其中有一句经典的话"真理还没来得及穿好靴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子，谎言已经绕地球半圈了"这句谚语应用在专业投资营销中再适合不过了。当真理每一次在靴子上又系上一圈鞋带时，投资大谎言已经搭乘上一架喷气式飞机，在飞往中国的途中了。

专家们曾暗示他们的理论可以帮助你（投资者）选择股票。真理慢慢把鞋带地穿进小孔，而喷气机已经飞得无影无踪。然后，专家们又说，他们的理论可以帮你选择基金，这些基金可以更好的对股票进行选择。如果对方已经听说指数基金胜过 85%的共同基金，或者听说那些被极力推荐的基金都表现得很差，那么销售起来就有困难。业内人士说真正重要的不是你精准的投资而是"资产配置"，而你正需要我们为你效力。2000~2002 市场的急剧下跌使投资者对资产配置为什么不能保护他们而感到疑惑。业内人士在试图创造一种新说法来分散大家的注意力过程中，发现了能带来最大收益的产品，由此顾问们可以收取高额的佣金。这种金融产品就是对冲基金。对冲基金暗示你它既可以使你发财也可以保护你的投资不会有下跌的危险。

"言语含混"——榨干语言的含义

供应商做一种生意就会提供一种产品。经他们吹嘘后的利润与实际的情况不相符合，这时他们要穷尽语言的各种含义。诸如**财富存储、资产配置、增值策略**等模糊的术语会有所帮助。如果业务语言很含混——好像大家都在用密码交流——那么这样的语言就会神奇的起作用。

- 这样使顾客和潜在客户的得出他们信任的结论。销售员会用一种隐含的方式映射某种结论，而不是直接说出来。
- 这样的语言震慑住客户和潜在客户，让其觉得神秘莫测。
- 有了这样的语言整个销售过程就会很温柔，几乎没有销售的感觉。因为产品的优点并不像小贩兜售香皂那样需要大声叫卖，只是暗示或附带提及（同时销售人员奢华的办公室也暗示出产品的优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点——但是为什么销售人员花大价钱使用的办公室能暗示出对客户的益处，在这一点上不明确)。

● 当随后结果并没有如暗示的那样，这样的语言就能提供销售人员推诿的本领，既关于他(她)自己的道德规范，同时也是关于客户的道德规范。

● 模糊的语言使生意罩上“高尚”的光环(通过某种传播使客户也感觉更加高尚)，而不是一语道破客户对金钱的贪婪，当然这也是为什么客户到这里的原因。

● 或许最重要的是，戴上了面纱的语言(假装对金钱的欲望不是一个因素)使销售人员对佣金一带而过，这样客户或潜在客户仅仅是粗略的计算一下成本——害怕侮辱销售人员明显的光环，害怕暴露自己的贪婪。顾问们也同样小心的掩饰着这个秘密。

● 最终，顾问们免去了很多因过于明确的承诺或声明带来的麻烦。

强调“复杂的技术”

几乎每次专业投资顾问或经理在向客户展示投资理念时都会提到“复杂的技术”、“精密的算法”。这些似乎是行业里的虚拟代码短语或是密码。

我们一点也不清楚为什么会这样。如今许多行业都使用“复杂的技术”和“复杂的算法。”(“算法”是一种对数学公式进行循序渐进运算的规则)。

比方说，许多工程领域对精密数学运算的使用较之投资领域有过之而无不及。偏微分方程及其解法是工程、科学领域的基本工具。投资专业中主要的“复杂”工具——线性回归分析——再普通不过了。每台私人电脑里都会有商业应用计算软件。微软 Excel 电子表格是微软办公软件包其中的一个程序，此外软件包中还有 Word、Outlook、Excel、Powerpoint。Excel 就可以做基本的线性回归。比起投资领域，医

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

药医学领域里更多得使用复杂的统计工具。

自从 20 世纪 70 年代，金融衍生品及其价格的膨胀使得金融学博士更倾向于使用数学。许多博士论文都是基于日本模糊数学家伊藤清的数学理论。我的论文也同样参阅了他的数学理论。最频繁使用的复杂技术，同时也是金融领域的人熟知的技术就是线性回归分析。复杂技术一词已经使用了几十年，并且会一直被那些投资领域里不懂数学理论的人使用下去。

那么为什么有那么人要求使用"复杂技术"？

答案很明显，投资服务行业的叫卖者发现这些词有很高的销售价值。人们似乎对"复杂技术"印象深刻，并且最终被感化，购买了昂贵的投资咨询管理服务。

事实上，如果有人对"复杂"的数学运算知之甚少或一点都不懂，那么他们就会使带有复杂数学运算的销售语言达到某种效果。这样，他仍会保留对复杂数学运算的敬畏。使用这些复杂术语的人或将要使用这些复杂术语的人都会知道我在前几章提到的事情——有效的应用这些数学方法有困难，根据需要输入的数据没有可信度，找到这些数据要想尽各种方法。

20 世纪 90 年代末到 21 世纪初这段时间，我总是作为投资服务公司的首席经济学家为投资者做演讲，我经常会和资金管理公司的代表同台。我的主持人会把免费的午餐提供给投资顾客或投资潜在客户的。他是典型的投资顾问，但同时是我公司的客户。我的公司也提供个人管理帐户服务（至少要投资 10 万美元），并由专业资金管理公司管理。这些公司很高兴提供午餐的演讲者，而我们的顾问客户也对此很高兴。

当我和一个来自资金管理公司的人同台演讲时，我会在内心做一番斗争准备好少讲话。我事前并不知道我是否对搭档的演讲感兴趣，并能领会搭档的讲话内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些演讲者非常不错，他们会在其中穿插笑话、有哲理的想法，有时在他们的演讲中可以获得有用信息。

有时，演讲者对我来说无法忍受。曾经有一次，我和一个年轻的人同台演讲。他代表一个基金管理公司，此公司在 20 世纪 90 年代末的股市泡沫中表现惊人。其管理者拥有一架昂贵的飞机并在全国各地周游。此公司经历了辉煌的时期（吸引了大量的追随者并有大笔的收入，使拥有这个公司的人非常富有），随后迅速跌入低谷。这使得以前不俗的表现成绩顷刻间化为乌有。

这个年轻人的演讲真诚而又慷慨激昂。他的演讲大部分都是关于计算机的描述，比如他们有多少台计算机，规模有多大，多少字节的存储量多少百万兆赫兹或千兆赫兹的运行能力等等。

那么，他们对计算机相关问题的说明与资金管理和投资有什么关系呢？显而易见，那些年轻的代表们对计算机的作用完全没有任何清晰的概念。

我都不敢想他们在做什么：每时每刻都在对数据进行处理，应用“精密的数学运算”，并始终相信肯定会有出众的投资表现。他们的确在短时间内出于偶然有超凡的投资表现，这使得公司的财富迅速激增，公司上上下下一片喜悦。

这个年轻人当然对此深信不疑——因为他拥有一份不错的薪水，公司运作很成功并且得到大家的尊敬（至少也是在一段时间内），因为他被计算机技术所威慑。这样的忠实信徒是最好的销售员。至少他们能够很好的销售产品，而买家又对他们所说的一无所知。

资产配置的故事

我想要对投资大谎言最新的神奇旅行中的两段旅程进行深入探究：资产配置和对冲基金。让我们以资产配置结束本章；而描述对冲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金要花费一章的篇幅。

1986 年 6 至 8 月，《金融分析家学报》(*Financial Analysts Journal*)刊载了的一篇由三位作者共同完成的文章，成为投资领域引用次数最多的文章之一。这令三位作者——加里·布林森(Gray Brinson)、兰迪·胡德(Randy Hood)、吉尔·比伯尔(Gil Beebower)——颇感震惊(在这一章里我会把这篇文章称为 BHB, BHB 是作者姓氏的开头字母组合)。

此篇文章研究了 1974~1983 十年间美国 91 个大型养老金的投资表现。文章使用了一些简单化的假设，但主要结果确是完全没有异议的。这些结果并不是意料之外的。

在结论中，大部分的投资收益波动(如可变性)源于"策略性资产配置"或"投资政策"——也就是说，主要由于股票和债券在资产组合中的分配方法。

在对理论和最新实验数据的回顾中，BHB 结果一点也不新颖或者说出人意料。对股票和债券的分配几乎取决于资产组合中风险的分配。因此，风险当然会对资产组合收益的波动程度产生比较大的影响。

然而，投资专业人士马上就把这一简单而平庸的结论转变成投资顾问和管理的新理论。这个理论配上圆形分格统计图表足以对人们产生催眠的效果。

这些都是对 BHB 一文中的措辞稍做修改而产生的结果。这篇文章说的不过是股票债券长期平均配置对投资组合易变性，即风险影响最大——一个平庸而陈腐的发现。

然而，这篇文章的结论被商界改造成一种更加精细的决定资产配置的手段。现在顾问会告诉你，你不仅必须配置股票和债券，还要对大量的所谓的不同"风格"的股票进行配置。当然，顾问们会告诉你正确做法。大量的股票被分成不同"风格"，比如高速增长型、高价值型、低速增长型、低价值型等等。顾问们对这些不同类型的股票的配置比例进行推荐时就使用色彩鲜艳的饼状图进行解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

配置的最终结果就是，你会得到与指数基金相当的多元化的股票组合，只是指数基金过于简单化，让你怀疑是否有聘请顾问的必要。此外，投资顾问推荐一个指数基金无法从中得到酬金(除非这个所谓的“指数”基金是高成本的，并有额外的卖点)。但是如果你每种风格的股票都需要一个单独的专注于那种独特风格的基金，那么这开始看起来就更复杂而有趣了，也有点像我在“桑椹街”中所目睹的情况了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章

投资者怎样自欺欺人

投资者都有一种自欺欺人的倾向。大部分投资顾问、经理对此非常高兴，他们可以利用投资者这种自欺欺人的心理。这也许是人类本性中的一部分。

在不久的将来，大脑研究员会发现暴富的冲动与性冲动来自相同的大脑皮层区域。相同的行为方式伴随着相同的态度变化：很少讲真话；忽视或原谅其他人无视事实真相的行为；在易受骗方面有突飞猛进的增长；在发现错误方面的能力大大降低；单一的暴富目的，伴随着理性思考能力和意愿的降低。

我见到许多这种状态下的人，多到无法计算出这些人的总数。有时，他们向我寻求客观的评论，让我提供有价值的意见。然而，尽管他们想寻求这样的帮助，结果无论是客观的还是有价值的建议都不是他们想要的。他们只想得到别人对他们这种冲动的认可。

这样造就了一群（至少暂时）受暴富冲动驱使而甘愿沦为受害者的人，他们愿意付出代价，有的已经置身苦难中，有的即将把自己投入苦难中。有一些剥削者冷酷而工于心计。但更多时候，那些剥削者本人也为同样的欲望所折磨。

一些人由此变得很狂躁抑郁，甚至是一个普通的健康人都会如此。在白天光线不是很足的情况下，大脑皮层控制下的暴富的想法看起来不同于极度贪婪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每个人都知道激动——被某种刺激触动反应最明显的神经元。此神经一旦受到刺激，就会在脑中展现一个标语"我可以变得富有。"

一旦这个标语被点燃，一切都将燃烧起来。肾上腺素被泵入，脉搏跳动加快。受害人对引诱者说："告诉我更多的信息吧。"

没有人们想象的那样会让人激动不已。通常，做出一个决定后，会让人懊悔一生。

会议中不断刺激神经

推理性结论有广泛的应用（如果我对大脑实验研究所做出的预测性结论是正确的，那么事实会证明这不仅仅是个推理）。金融作家简·布雷恩特·奎因（Jane Bryant Quinn）已经把投资建议类垃圾书籍称作"投资小黄书"（*Investment porn*）。如同爱情小说能刺激读者的欲望一样，投资类书同样能吊起人们想迅速发财的欲望。

让那根发财神经燃烧起来或刺激它都乐趣无穷。在 20 世纪 90 年代到 21 世纪初，每年我都会按照惯例对市场及经济形势做演讲。会议在一个类似大洞穴的地方召开，会议地点被机场附近的一大片停车场包围着。会议特意设在这样一个没有生趣的地方。因为这个地方方便大家出行，而且周围没有娱乐设施分散参会者的注意力。

为了能缓解人们对数字的恐惧心理，我选择讲述一些琐碎的事作为我演讲的开场白。

1998 年对股票市场来说是特殊的一年。20 世纪 90 年代大部分年份都很特殊，而 1998 年尤为突出。1998 年，美国股票市场广泛引用的指数——普尔 500 指数上涨了 23.4%。因此，基于资本加权平均值，平均每股上涨 23.4%(资本加权是指用股票总价值衡量每只股票)。包含了大部分网络及技术股票的纳斯达克指数上涨了 39.6%——几乎上涨了 40%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，尽管股票指数上涨惊人，所有股票中值下跌了 11%，纳斯达克股票中值下跌了 15%。换句话说，尽管股票平均上涨幅度为 20%~40%，但还是有一半的股票跌幅超过 10%。

类似的情况同样发生在 1999 年，在某种程度上说更加显著：纳斯达克指数上涨 85.6%，但股票中值只上涨 2%。

几只不断上涨的股票（如同电影《七侠荡寇志》里的 7 个人）：微软、思科、英特尔、朗讯、美国在线、戴尔和 IBM，股价不断攀升。而旧经济股，也就是大部分的股票，都在下跌（顺便提一下，这 7 只成绩显著的股票仅在一两年后就急速下跌）。

无论什么样的市场机制使得这样的情况发生，都会给我一份特殊的精力，让我不断的实验来找到这个规律。1998 的股市年就印证了这一点，而 1999 年（至少是任何一年）股市本应可以和 1998 年一样好。

我的公司定购了美国晨星公司股票及共同基金的数据服务。晨星公司因其共同基金业绩评价体系而被众人所知。其数据包括美国 6,000 多种公开发行股票的月收益。

我决定挑选出 1998 年每月表现最佳的股票，检验如果一年中有 12 个（仅仅 12 个）完美决策，那么一个投资组合的表现会怎样。在每月月初，投资组合就会预见性的把所有资产投入本月表现最佳股票。

我把幻灯片的标题命名为“假如我投资于……”，以此作为我演讲的轻松开场白（在那时，我像其他人一样认为比尔兹敦女士投资俱乐部是股市理想之地代名词）。

我选择“道恩-霍姆女士”作为投资对象，效果非常好。如果 1998 年 1 月初她们花 1 美元投资于“阿莫阿里亚”——此股票在 1 月上涨 233%，那么就会在 1 月末有不止 3 美元收益。然后“道恩-霍姆女士”在 2 月把 3 美元投资于叫 ErandEra.com 的公司。ErandEra.com 股票在 2 月上涨 192%。那么“道恩-霍姆女士”会在 2 月末有 10 美元收益。之后再把 10 美元在 3 月份投资于净收益率为 400%的“汽车信息系统”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票，那么 1 个月零 1 周后有 49 美元的收益。

4 月，“道恩-霍姆女士”的运气非常不错。她们把现有的 49 美元投资于”电脑热成像”。“电脑热成像”是 4 月里的幸运星（关于“电脑热成像”的情况稍后介绍）。此公司在 4 月的惊人收益率为 16686%，这使得“道恩-霍姆女士”的 49 美元上涨到 8,180 美元。

“道恩-霍姆女士”5 月继续投资于收益率为 6660%的“空间光”。6 月投资于收益率为 58771%的“保护地球”；7 月，投资于“西莫尔兰煤炭”，收益率为 533%；8 月，投资于“共价集团”，收益率为 167%。9 月，投资于收益率为 198%的“斯通帕斯集团”；10 月，投资于收益率为 937%的“百万书庄”；12 月投资于收益率为 688%的“永久国际”。

这些投资对“道恩-霍姆女士”在 4 月份已收获的 8,180 美元来说有着惊人的影响。5 月末，这些投资者已经积累了 548,082 美元；6 月末，资产达到 322,611,382 美元；7 月末，2,041,639,879 美元；8 月末，5,444,373,738 美元；9 月末，6,246,702,670 美元；10 月末，157,365,562,060 美元；11 月末，1,632,307,968,694 美元；12 月末，12,863,726,144,271 美元，超过 12 万亿。

当然，这样的投资计划只是一种假设。8 月底，“道恩-霍姆女士”本应有足够的资金在 9 月全部投资于“汽车信息系统”，因为公司没有那么多在外流通的股票。因此“道恩-霍姆女士”应该对 1 亿美元的收益感到满足。对于年初只有 1 美元的投资额来说，这个成绩已经不错了。

坦白的说，我认为这样的介绍白作为演讲的开场白太愚蠢了。然而，令我惊讶的是，听众开始大片骚动，并伴随着大笑。在介绍到 7 月的投资计划时，赞誉声不绝于耳。直到介绍完 12 月的投资计划后，大家才停止喊叫、大笑。

很明显，我在刺激着大家的迅速发财的神经。我把 1 美元很容易的变成了 12 万亿美元。你所要作的就是在一年中买卖股票 12 次，每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次都选择到最佳股票。不要每时每刻都交易股票。那么这样的投资会很容易。那些长久没有被刺激过的神经又在渴望时间倒流，重新投资。

我省略了第二个要介绍的内容，因为我认为目前为止笑话已经都用光了。我只介绍了投资肤浅的一面。在第二部分内容中，展示了1998 年“看不看由你投资俱乐部”(Now-you-see-now-you-don't)的投资表现。此俱乐部于年初投资 10 亿美元，每个月都选择业绩最差的股票投资(包括“电脑热成像”，此股在 4 月狂涨 16686%后，5 月跌幅 99%)。“看不看由你投资俱乐部”(Now-you-see-now-you-don't)试图把 10 亿美元在年末变成 1 美分。

令我诧异的是，观众再次喊叫、大笑——并没有像第一次那样那么大声，但他们仍然在喊、在笑。

“道恩-霍姆女士”投资俱乐部的笑话是一种教训。这不仅是相信投资组合奇迹的教训，同时也是后见之明的教训。

刺激神经后随之饿死

由于某种原因，当你考虑买入并长期持有股票时，迅速发财的神经并没有变的活跃。你可以像巴菲特一样富有，像巴菲特一样辛勤工作、注意节俭并把赚到的钱积攒起来，40 年如一日买入并长期持有股市投资，并且谨慎的将钱付给投资顾问、投资经理们。但是这并不能刺激人们的神经。人们想迅速发财。人们想成为股市赢家。仅仅为了满足这种被刺激的欲望，就要支付给投资经理顾问巨额费用来帮他们实现这样的希望。

在行为心理学发展到鼎盛时期，心理学家做了个试验。那时，许多心理学家认为仅仅一个笼中之鼠的实验就可以解释所有的心理学现象。

比较典型的日常工作就是把一只老鼠放在笼子里，笼子里有一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个老鼠能推动的杠杆。如果老鼠压下杠杆，一小团食物就会自动传给老鼠。笼中的老鼠在随意做了不同动作后才发现压下杠杆可以得到食物。这就是所谓的"学习"。老鼠知道压下杠杆就有食物，这被称作"受教育"。

一个试验者知道老鼠大脑兴奋区，决定试着做些什么。他把另一根杠杆放入"受过教育的"老鼠笼子里。然后把电极放入老鼠大脑中，向老鼠的兴奋区域传输一点点震动。当老鼠按下第二根杠杆时，电极会传送震动。

老鼠随意的动作持续了一会后发现了第二根杠杆是干什么的。当老鼠发现了后，就不停的按第二根杠杆，那么震动就不停的传向兴奋区，直到老鼠饿死。

我无法验证这个试验，而且怀疑是虚假的。但我相信有这样的试验。对于许多人（或许老鼠）来说，当你一旦能够发财，并且这根神经一直在燃烧时，仅仅活着，甚至是舒服的活着都觉得不够。

每个人都在寻找使自己活得更好的方法。这是件好事。然而，由于对金钱财富充满欲望，大部分崇高的追求都演变成企图通过在股票市场中胜出而迅速发财的贪欲之徒。希高无限责任公司就这样不幸的被股市淹没，此公司是我在第 10 章中简单提及的公司。他们想做一些能激发才智和科技生产力的事情。他们始终致力于击败股市，这是荒唐可笑的行为，并最终以失败告终。他们之所以这样做是应投资者的要求，至少在一段时间内，他们可以得到投资者的佣金；而且为此，最终，葬送了自己的公司。

唐纳休的故事

只要具备一点知识，不等无可救药的事实现身，很多一夜暴富的方案就可以一眼看穿。但还有许多方案是看不透的。极少一部分人完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全凭借运气获得一时的成功，然后在树立了连续不断的成功记录之后失败。就是这些人使得投资行业部分从业人员（如对冲基金经理）富可敌国。

我已经回顾了许多投资计划，依我受过教育且充满怀疑的眼光，这些投资计划注定要失败。然而，仍有一线成功的希望。因为有人向我咨询投资时，我就会在我的建议中暗示一些可能性。我会说有些投资成功的可能小或者说失败的可能性为 95%。在所有的案例中，以我的知识担保，投资计划注定要失败——尽管富有、有影响力且精明的投资家支撑这些投资计划。

举个例子，1990 年，我有个叫保罗的朋友，他是科罗拉多州一家非常有名气的国际非盈利组织的主席。他手下的一名雇员痴迷于投资。

我们都叫这名雇员弗雷德。弗雷德告诉我一个叫詹姆斯·唐纳休操作的投资每年有 25%的投资收益率，并且收益极其稳定。据弗雷德说，这个经理能够保证 25%的收益率。

我告诉弗雷德，25%的年收益率可能性不大。我告诉他那么高的回报率常常具有易变性。因此你第一年有高收益，那么第二年就可能有低收益——尽管随着时间的推移，平均收益是高的。我说过，通常情况下要想有稳定的收益，你就要把收益目标定的低些。

另外，我还问他，如果能保证 25%的收益，那么拿什么来保证呢？对于投资经理来说，如果要保证投资者 25%的收益率，他要有巨额的资金分别存放，以便在目标收益没达到时，用此笔资金作为承诺的收益付给投资者。

我强烈的嗅到老鼠的味道。

我希望我已经完全挫伤了弗雷德把钱投到唐纳休投资基金的积极性。然而，他还是坚持了自己的想法。他确实不需要建议；他只是想让我告诉他去做吧。

在这个特殊的案例中，如果我想说，我可以对他说“我早告诉过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你”，可是没等到向他说这句话。此后不久，8 月 23 号，事情又发生了。《商业周刊》(*Business Week*)中刊载了 1990 年 11 月 19 号桑德拉·D·阿齐森(Sandra D. Atchison)的故事。故事事无巨细。首先介绍了一个叫沃沦·E·费法的人把 30 万美元投资于风险投资联营公司管理下的有限合伙制公司，为了推荐一个朋友：

此人宣扬始终如一的高回报，以及宣扬对冲基金总裁詹姆斯·D·唐纳休(James D. Donahue)正直。唐纳休是来自丹佛远郊樱桃溪长老会的资深会员……

费法在丹佛市 8 月 23 号的会议上发现他的投资都不见了踪影。

在数百观众面前，泪流满面的唐纳休通过视频消息承认他损失了所有基金中的资产……

有一点点欣慰的是，费法是出色投资者组成的精英团队中的一员，听起来似乎像落基山名人录……

大部分投资都被所谓的能达到目标的赚钱机器所迷惑，这个机器由大功率的计算机指引着。

唐纳休早期业绩惊人。对冲投资公司宣扬 8 年持续操作，保证每年有 23%–34%的收益率……唐纳休配置了 3 台大型计算机收集分散的二级市场股票信息。

56 岁的唐纳休有这方面的背景做好这件事。熟人都说他是个压力小、可爱的计算机狂热者。他在斯坦福大学取得数理统计学硕士。……1974 年，芝加哥期权交易所开张后不久，他就致力于把统计学理论和计算机技术应用于股票期权。他甚至出版了此方面的参考著作，期权策略……

公司从未做过审计，唐纳休本人也承认这个事实。……投资者也很想知道基金是否有足够大的规模来维持吸引众多投资者的高收益。

一段时期内，唐纳休的投资看起来运作的非常不错。但随后投资者就发现在某种程度上他的大赌博已经败的一塌糊涂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几乎没有投资者相信能再次收回自己的资金。

这个小故事有着典型的狂躁抑郁型投资传奇的标记："大功率计算机"、"精密的统计模型"、充满热情的数学天才经理有着无可挑剔的资质；众多的历史纪录；未经审计的表现数据；失败后的某种暗示，如果基金没有发展到如此大的规模或者没有承担额外的风险或者……，基金会继续运作下去；也会被认为充满才智和谨慎的投资者（包括主要的机构投资者、个人投资者、或至少一个曾向机构投资者推荐过唐纳休对冲投资联营公司的卓越的咨询公司）。

也许你会认为这样的事情应该引起人们的警觉，但是几年后类似的事情又发生了，长期资本管理公司的规模是唐纳休的 20 倍。长期资本管理公司的情况我会在下一章介绍。唐纳休大失败几年后，许多类似的事情频繁发生着。发生这样事情的比率为每年至少几十起。公众从未听说过其中大部分的情况。

唐纳休的策略只是偶然在一段时间内奏效，这使得他相信基于"大功率计算机"的"精密统计模型"实际上很有效。扩展开来，他开始相信他自己是投资天才。因此，不仅他的"精密"模型继续奏效，他的任何投资想法也在奏效。

这就是投资行为发生的原委。运气被视为天赋的技术。这样的技术产生出这样显著的成绩，同时也会在将来有更加卓越的成绩。

庞氏骗局（Ponzi Scheme）的由来

最令人着魔的迅速发财的骗局就是随后发生的事情，骗局被赋予普通的名字。在有着不可思议背景的查尔斯·庞氏（Charles Ponzi）出现前，就流传着这样一个讲述欺骗的短语"抢彼德的钱来支付保罗（robbing Peter to pay Paul）。"

查尔斯·庞氏出生在意大利北部城市卡罗·庞奇。1993 年他乘船

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到达美国。那年他21岁，很贫穷但却是个有抱负的移民者。对于那个时代许多移民者来说，他们想象中的美国"街道都是用金子铺成的。"

庞氏心地善良，他是个充满渴望和自信的人，常常感染着周围的人。不幸的是，他同时也是个异想天开的人，总是幻想多种方法发财。在北美这个崭新的世界里，他遭遇不幸，曾两次与法律发生冲突，致使他在加拿大和美国的监狱中度过了4年的时光。

最初他成立了简陋工作室来追求自己的想法。1919年他成立了一个看起来完美的工作室。

早在20世纪初，像现在一样，生活在海外的居民需要寄送包裹时，要把自己写好地址和贴好邮票的信封放入包裹中。但是他们居住的城市里买不到家乡的邮票(2005年上半年我住在波多黎各，我发现这种情况仍然存在。除非我是美国政府的员工，否则我不可能在波多黎各买到有美国邮资的邮票)。

为了改善这种状况，各国政府代表同意发行国际回信邮资代价券。这些代价券可以在任何一个国家买到，并且可以兑换成另一国家的邮票。外国货币的邮票价格是固定的，而相对货币价值是浮动的。

庞氏看到了这个赚钱的机会。如今这样的机会被称为"套利"。他可以在一个货币疲软的国家(比如意大利)买到回信邮资代价券，然后在一个货币坚挺的国家(如美国)兑换成价值更多的邮票。由此利润形成。庞氏看到其中如此丰厚的利润，他向投资者提供45天50%的投资收益率，并用大写字母"保证45天50%的投资收益"提出了投资邀请。

庞氏的销售说辞如此有感染力，承诺的收益如此丰厚，人们又是那么容易受骗，因此他成功吸引了大量投资者(受到雇佣的销售人员同样吸引了更多的投资者)。到了20世纪20年代中期，已有数千人不断聚集在波士顿School大街上的办公室，叫嚷着要投资。庞氏企业一周就可吸纳100万美元的新投资——那个时期哈佛校长的年薪也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就 6,000 美元。

庞氏总是迅速销售他的产品而不制定具体细则。同时，庞氏发现他无法真正执行货币套利计划。从国外得到国际回信邮资代价券很困难。一旦得到，他就在美国兑换成邮票。但是他如何把邮票变成现金并不明确。此外，美国邮政督察已经把怀疑的目光投向了整个计划。

庞氏是否从一个国际回信邮资代价券上套利令人怀疑。然而，新进入的投资者存入资金形成基金，那些要求把投资和收益都兑换成现金的投资者兴高采烈的从此基金中得到了支付。但大多数人投资在看到这么好的收益后又纷纷再次投资。

1920 年夏天，这种形势困扰着庞氏，并成为他成长的症结。不管怎样，他突然发现自己已有几百万的现金，并且无尽的雄心壮志和自信不断增长。

庞氏开始渴望自己成为像他的同胞克里斯托弗·哥伦布(Christopher Columbus)一样的人。哥伦布勇敢扬帆前往印度，这是一次不确定的探险，然而他却在探险路上发现了一个新世界。庞氏还渴望自己成为法国大仲马笔下《基督山伯爵》中的埃德蒙·丹特斯，此人命运悲惨但又不容易征服，最终越狱，发现了埋藏的宝藏，从此变得富有。

庞氏很努力，在巨大资金贮备的帮助下，他收购了一家公司，接管了一家银行，试图找到一种方法兑现投资者 50%的收益。他开始策划成立一家拥有轮船生产线的进出口公司，售出 10 亿美元的股票，以此来支付最初的投资者。然后自我满足于一份更加出色且稳定的未来投资收益。

举个例子，要是庞氏能够发现月收益为 16686%的“电脑热成像”股票，要是庞氏的进出口公司在股市中拔地而起，筹集到 10 亿美元，那么他就可达到目标。他近乎绝望，他急需冒更大的风险来挽回他那不可避免的失败。荒谬的是，这使得他几乎获得巨大成功——尽管不太可能——比起其他投资者来说可能性更大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于一些人来说，这确实奏效。一些历史上的伟大投资者和商人如今都受世人崇拜。他们都冒很大的风险，同时也很走运，最终成为赢家。大部分运气不好的投资者被历史遗忘。庞氏不但没有成为赢家，而且他的名字被记录在骗子之首。

庞氏挽救局面的努力失败了，几乎（但不是全部）不可避免的失败。用银行卡搭建起来的房子分崩离析。庞氏没有作为杰出而胆大商人被世人记住，而是作为设计“金字塔”骗局的骗子被世人记住——承诺投资高回报，随后用新的投资者的资金来支付先前的投资者，他并没有做任何实质性业务来调整收益。

庞氏的个性特点令人难忘且非同寻常。但同时，成千上万个愿意而且渴望受骗的投资者的特点也非同寻常。再次，如果人们看到了历史收益，无论多么简单明了的环境，无论怎样的特定环境，投资者都会被骗。投资者并没有深入调查像庞氏这样的人怎样得到声明的收益。一旦迅速发财的神经激活，人们的理性就退居二线。

没有任何东西，对，没有别的东西，可以像对冲基金一样刺激人们的神经。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第16章

对冲基金的运作及销售

几年前，我曾是一家投资分委员会的主席。这个投资分委员会隶属于科罗拉多州阿斯本附近一个重要而有创造性的非营利组织董事会。投资分委员会是金融委员会的组成部分，因此也作为金融委员会会议的组成部分。

作为投资分委员会的主席，并且作为最具有投资知识的人，我为800万美元小型非营利捐赠基金做高效的股权配置（因此该基金可以做长期投资）。我推荐被动型基金——也就是说，指数——作为真正的投资。在讨论后，我们一些人同意股权配置，另一些人同意指数推荐。我们把多元化、低成本、类似指数“具有社会责任感”的共同基金作为我们指数投资的组成部分。

我向委员会提交了一份关于股市的告诫草案。在股市告诫书中我提到，从长远看，股票市场几乎肯定会产生丰厚利润，但是在此过程中却会经历不可预测的下跌，有时会深陷弥足。

果然，2001~2002年熊市到来。尽管有这份告诫书在提醒大家，一些金融委员会的成员还是开始要求有专业的投资管理。我说这不值得，即使有专业的投资管理也不会在熊市中挽救我们。但我最终还是同意面试前来应聘资金管理的人，并且我们一贯坚持很低的佣金。

非营利组织的首席金融执行官面试了一个来自名声很大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司雇员，然后把他从名单中剔除。我也面试了另外的一个，同样也把其从名单中删除。我所面试过的来自这种大公司的人明显有太浓的销售腔调，并没有实实在在的本事（他们到底是怎样被雇佣的？）。

非营利组织的首席财务总监被一名来自阿斯本的资金管理经理说动了，这位资金管理经理曾效力于美林公司，现在以自由的身份来应聘。财务总监似乎很喜欢他。我面试这位资金管理经理时，被他的话着实吓了一跳。我知道在投资管理领域，选择这样的人不怎么样。在这个领域工作的人要硬起心肠忍受销售中违心的话。

这个人完全同意我使用指数基金。但他认为随着时间的变化，资产配置也要相应变化。为跟随股市的形势，股票债券的配置要有所不同。因此，很明显，他的方法论是如果股市最近上涨，你就要多投人；如果股市下跌，你就要少投入。他似乎不知道"股票市场可以随时大逆转，而且总是这样。"

"与客户意见一致，并且说客户仅需要额外的一点帮助就可以做出正确的投资"，这听起来像是在销售产品。但是为了保持内部的统一团结，我没有坚持自己看法。至少我得到了我想要的部分（而不是没有雇到一名投资经理）。我们说服了这个经理，把他的佣金降到了最低——对于一个资金管理经理——35 基点，或者说 0.35%的提成。我觉得这是最好的结局了，没有让我和剩下的金融委员会成员有外交危机。

你瞧！资金管理经理的表现很差，如果没有他，我们的基金表现会更好。当然，糟糕的事情还是发生了。他对投资组合进行不同的变化，预期结果本应该是随机的。他本该表现得更好。但是事实上，他表现得很差。但我们还是要付他 3 万美元的佣金。无论如何，这个非营利组织都要筹集到 3 万美元，事实上靠非营利筹集资金不是件容易的事。

自然的，我们的资金管理经理为不佳的表现找理由开脱。一个成功的投资经理或顾问需要的一个技能就是解释表现不佳的能力。毫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无理由的，他说自己的策略应该在低档市场表现更好，而我们正好赶上高档市场。这种解释毫无意义——这当然是废话了，基本上就昭然若揭。投资经理和顾问总是允许这样为自己开脱。

金融委员会的主席接下来发话，说我们可以把 10%的资金投入对冲基金，这使得资金管理经理至少还可以赢得一点尊重。资金管理经理只是有些许的反对，这种反对似乎基于投资常识（他已经阅读了《经济学》中有关投资对冲基金警示的部分）——尽管我能看出他也在试图分辨委员会的权力分配，为了保住工作他也应该同意。

我最终用尽了我的外交手段反对投资对冲基金。如果雇佣资金管理经理是不必要的花销，那么投资对冲基金所产生的不必要花销是雇佣经理花销的 20 倍——精密的分析也不能说明这种服务有任何价值。这超越了我能忍受的范围。

为“谨慎”投资者保留的投资

由此，我们引入对冲基金这样的话题。一些所谓的谨慎型投资者可以得到这样的财富，这使得人们相信对冲基金是投资世界的耀眼明星。这是个有趣的现象同时也是一个事实。

正如我们看到的，从投资经理的佣金上来说，对冲基金确实是一颗耀眼明星。其他领域不会有类似的情况。难怪在最近几年有超过 1 万个对冲基金成立（很难知道数量到底是多少，因为不允许泄露对冲基金记录）。对冲基金管理的诱惑性在于，如果你成功的运作了对冲基金，那么你就成为千万富翁甚至更富有。如今大部分的对冲基金已销声匿迹，而那些存活下来的对冲基金已为经理们赚了数千万美元。

对冲基金的起源要追溯到 1949 年，创始人阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯（Alfred Winslow Jones）。然而，“对冲”实践却远远早于琼斯第一只对冲基金建立的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲的运作

"对冲"实践已有一百多年的历史了。例如，进出口商按照惯例要长期拥有对冲货币。如果你拥有一家美国公司，并同意从欧洲销售商那里购买生产设备，这时你可能有货币兑换风险。但你可以在期货市场减少这样的风险。

假设货物及资金会在6个月后支付。根据协议要支付50万欧元。如果公司用美元交易，那么你就会有美元-欧元汇率在6个月后最低的风险。即使有这样的风险，你也不能肯定将要支付多少美元。但是你可以通过提前交易减少这种风险，即提前支付预定数量的美元来卖6个月后的50万欧元。而期货市场就是进行这样交易的场所。时间到来时，如果你知道要支付多少美元，那么风险就会减小。

你所要做的就是把带有风险的交易（用欧元换设备）与另一个远期外汇进行交易匹配，远期外汇交易本身也带有风险。如果两笔交易同时进行，那么就会规避风险。

对冲基金

所有的"对冲"都基于此原则。但并不是所有的对冲基金都遵循这样的原则。如今对冲基金一词指所有避开政府监管部门监管的基金，因其不公开发行。

基金仅仅提供给那些富有的投资者，那些所谓的可信任的投资者。这些投资者被公认不需要政府庇护他们的财产。这样避开了大部分的监管要求。这些可信赖的投资者至少有100万美元资产或者说拥有近两年每年20万美元的收入。近期，此定义还包括了那些拥有字面意义上的百万资产的投资者。对冲基金是富豪们的投资领地。如今数百万资产的易上当的投资者也能投资对冲基金。

许多对冲基金使用抵消交易（在这种交易中风险互相抵消），就像进出口商那样减少风险。但也有其他一些基金就有额外的风险。甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至是那些使用风险抵消交易的基金也会有额外的风险；因为他们使用了杠杆——也就是借入资金。

对冲基金原型

阿尔弗雷德·琼斯的对冲基金原始模型在如今众多基金中仍有代表性。这些基金被称为市场中性基金。

琼斯相信他能选择业绩最佳和最差股票——谁知道他是否会选择呢，或许他能做到。这要追溯到 20 世纪 40 年代。一小部分人在幕后观察着市场。信息并不像今天那样唾手可得。也许对做这样高级工作的人来说，猜测股票未来价格很容易。

无论怎么样，琼斯的问题似乎是，整个股市都起伏不定，并且所有的股票都跟随起伏不定——要么是赢家要么是失败者。琼斯想把预测出的个股从整个股票市场运动中分离出来。他同时也想扩大收益范围，并且认为能从选择业绩最佳和最差股票中获得收益。

答案是卖出业绩最差股票与买入业绩最佳股票同时进行。他作为“市场中性”者这样做了。也就是说，他在买进绩优股的同时把预测出未来业绩最差的股票卖掉。卖出预期业绩最差股票的含义是“短期买卖”——你从某人手中借入股票然后卖出，但你同时欠借你股票的人的股票。

也许你可以看到这本来就是一种高级杠杆投资。事实上，看起来你不需要建立任何资本——你把从销售中得到的费用付给借你股票的人。由此，你无限运用了杠杆效用。也就是说，如果你的投资有了收获，在你没有投入任何资金的情况下，你的收益就会无限增大。相反，如果你的投资没有收获，那么你将损失惨重。

保证金要求你至少在银行账户中存入最少数目的资金。比起你仅仅简单买股票，然后还钱来说，你仍然要冒很大的风险。如果你的猜测正确，那么你的资金收益就会无穷大。如果你猜测失误，效果则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正好相反。

随着事态的发展，琼斯的收益非常丰厚。1996年《财富》(*Fortune*)杂志中一篇文章刊载，琼斯的表现已经连续5年超过表现最佳的共同基金，刨除佣金(每年9%)后的回报率为85%。我们可以设想这不是比尔兹敦女士投资俱乐部的数据——也就是说琼斯的表现统计数据完全正确。但是如果这些数据正确，琼斯的股市表现比比尔兹敦女士投资俱乐部所声明的股市投资表现更有可能发生，因为琼斯使用了大量的杠杆投资。杠杆投资给你双倍的机会，或是有好的业绩，或是坏的业绩。这就是为什么每年都有许多对冲基金(几乎占到所有的20%)停业。同时也是为什么一些对冲基金收获如此高的收益，让所有的投资者都垂涎三尺的原因。

一些对冲基金有如此丰厚的收益，这并不能等同于投资对冲基金是个好主意。对冲基金也像其他共同基金、投资工具一样存在某种问题：平均表现差于市场平均表现以及表现的无法预测性。有时一些对冲基金的表现惊人的出色，也有一些表现的出奇的差。但是你却无法预测哪些好哪些差。对冲基金因不如共同基金的表现而背上沉重的包袱——不可思议的高昂费用。

典型的对冲基金故事：长期资本管理公司

对冲基金的负面知识可以通过阅读《营救华尔街》(*When Genius Failed*)获知。此书作者罗杰·罗文斯坦(Roger Lowenstein)是纽约时报的专栏作家。《营救华尔街》是关于长期资本管理公司(LTCM)崛起和陨落的故事。

这个故事并不是定位于描述有异国味道的销售，而是讲述了投资行业和科学主义的相辅相成的关系。在开始熟悉弗雷德里希·哈耶克的思想前，我们就已经遭遇科学主义。相信数学模型在经济和金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

领域里和在物理学领域一样有效是非常荒谬的。

计算机偏执狂和头脑简单四肢发达的销售员

“科学”换句话说就是使用科学方法去检验假设、验证理论。它和投资服务行业主流业务，即销售和营销有不稳定的关系。30 年前，从事投资服务行业的人就试图寻找业务数据背后的真相，他们被从事营销的人称为“高深的科学家”。他们要迅速展示出图表 A 来支持公司使用“精密”数学分析的说法。然后迅速躲到幕后避开与销售营销人员让人无法容忍的说法产生冲突。

这就导致了投资行业里计算机偏执狂和头脑简单四肢发达的销售员的内部竞争，以妒嫉和不断升级的矛盾为标志。

肤浅的人——销售人员——长期以来都占上风。他们雇佣计算机偏执狂——“高深的科学家”——仅仅用他们做展示，好像他们是外星人，做杂耍来吸引顾客一样。销售人员付给计算机偏执狂的工资要远远低于自己的工资。他们认为计算机偏执狂不懂投资，根本不懂生活的潜规则，即在这个有力量的游戏中，重要的是把什么样的东西卖给谁；无论如何也不会是具有科学思想的实验，大家围坐在一起思考问题并试图找到真相。多年生活在校园里的年轻人日子清贫，勤奋钻研某些课题。而销售员却让这些校园学子们感觉到自己一无是处。

像许多被低估的人一样，怪才们把心中的不满深深掩埋起来。他们相信事情总是要颠倒过来，他们最终要比销售人员重要，时间会证明这一切。

众所周知，在此后的 30 年里不同领域里涌现了大量的怪才。但是问题是，投资行业的怪才是否能像他们自己认为的那样高人一等，或者让人们相信自己高人一等？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怪才主义朝拜科学主义

怪才们所拥有的是金融数学模型。他们把数学模型应用于社会科学领域——然而尤其是应用于经济和金融领域。他们总是忘记哈耶克所知道的。他们忘记了数学模型和科学模型不同。他们塑造的经济金融模型并不像物理世界中的数学模型那样精确。

在金融和经济领域，为了创造出数学模型，人们假定没有复杂的现实世界。现实世界不仅仅是复杂一词就可以概括，这种复杂性是非常重要的现象。例如，在经济和金融学术领域，人们常常把经济或金融形态简化成公式并把一些复杂因素（交易费用、税、花销费用、价格波动）去掉。

结果，忽视这些复杂因素的数学公式不过只有理论价值。经济学家通常会承认并赞同这样的数学公式；然后他们把数学公式进行应用。理由很简单，有人付钱让经济学家这样做。

如果人们足够幸运获得成功，他们会认为成功源于对数学公式的应用。从而人们的自信和傲慢就会无限膨胀。

这就是发生在长期资本管理公司（长期资本管理公司）那些有才气的投资经理们身上的故事。

长期资本管理公司认为他们可以做到

长期资本管理公司的合伙人比较像旧时的股票操盘手（也就是如今的活跃投资经理），但是还与那时的操盘手不同。股票操盘手认为他们比起其他人能更好的预测出未来股价。长期资本管理公司的合伙人则认为他们比其他人能更好的预测出未来的标准差或风险。

他们认为近期对过剩的金融衍生产品的介绍为更懂得风险测量的人们创造了机会——使用数学公式——通过套利来赚钱。

套利利用了价格的差异。这要追溯到 1985 年，美国有一个交易欧洲汽车的“灰色市场”，因为美元比欧洲货币更值钱。因此，你可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用少量的美元买到一款欧洲车，比美国市场上出售的欧洲车要便宜得多。一些人前往欧洲，用欧洲货币买到汽车，并把这些车运回美国，然后在"灰色市场"上出售赚取利润。这些人在进行套利活动。

你可以在不离开办公室的情况下，坐在电脑前完成套利，前提是交易金融产品，而不是真正的物品。如果你发现——至少短时间内——可以用美元换欧元，再用欧元换日元，最后再把日元换成美元进行赚钱，你可以马上执行这些交易，在货币汇率中套利。因为有很多双敏锐的眼睛在盯住这样的机会，因此机会就会很小，有时因交易产生的麻烦比机会还多。尽管如此，还是有机会进行套利。

长期资本管理公司的合伙人认为他们可以找到这样的机会，因为他们能更好得用数学公式来测量。然后用借入的资金尽可能多得赚钱，并用投资者的钱来生产不可思议的收益。

数学模型在现实世界中的问题

然而，如果没有数理假设，马柯维茨公式（Markowitz formula）就不会那么完美。接下来你要在某处找到这样的数理假设。

长期资本管理公司合伙人像大多数科学主义实践者一样要做出空穴来风的假设。这种空穴来风似的假设主要是市场风险被高估了。他们有非常核心的理由来相信这种说法：他们认为当一种新的金融工具被引入，市场实践者最初都会认为其风险要高于应有的风险。长期资本管理公司能通过与其他金融工具结合迅速测量出新型金融工具的风险，并能估算出这种工具或金融工具组合的"真正"风险（听起来很熟悉？和股票操盘手没什么区别，股票操盘手也认为他们可以估算出股票的"真实"价值）。

结果显示，长期资本管理公司大部分赌注都一样——尽管合伙人认为他们在把赌注多元化。他们认为股市风险级别——标准差、不同风险级别债券的分布点——能够下降。因此他们借入比自身资本多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十几倍的资金来平衡所下的赌注。

熟悉的躁郁症,繁荣与萧条交替循环

在几年里,风险级别确实降低了。长期资本管理公司的赌注非常成功,基金有惊人的业绩。投资者纷纷叫嚷着要进人此基金。

此后,长期资本管理公司合伙人的错误决策时刻到来,而且他们做出灾难性错误决策。1998 年 8 月,全球风险不断飙升,并伴随着俄罗斯有效的拖延清偿义务。长期资本管理公司所持有的基金价值跌人低谷。

还记得我在 12 章中提到的杠杆吗?“从长远看,你确实可以胜出市场……前提是这种情况能持续很久吗? ”诚然,长期资本管理公司胜出市场并没有持续多久(另外,由于合伙人没有购买简单的股票,从长远看他们没有胜出市场的把握)。

然而,长期资本管理公司让事情变得更加糟糕,他们从世界范围内的大银行借了几亿资金。其中一些银行由于整个市场动荡,本身也有财政上的问题(一些问题的出现是由于进行了像长期资本管理公司一样的套利交易)。银行方面忧心忡忡。

由于过度的担忧,美联储官员招开了贷款银行大会并对长期资本管理公司做出担保,为了不让其失败而引发危机,从而使全球金融系统震荡。令如今近乎破产的合伙人吃惊的是,长期资本管理公司对冲基金的陨落迅速传遍世界,这比辉煌时候的影响力还要大。

每个对冲基金背后的故事

长期资本管理公司的故事可以说是每个对冲基金的故事。所有的对冲基金都不同,当然也和长期资本管理公司对冲基金不同。但是长期资本管理公司可能很具代表性,至少在做异国交易方面很典型,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是利用杠杆操作的对冲基金(相对来说,其他对冲基金业绩很普通,甚至没有正当理由征收异国费用)。

所有对冲基金如同所有进行活跃管理的投资一样都做着相同的事情。他们试图找到他们认为能够预测出未来价格的金融证券。

证券价格同时依赖很多因素。比如,证券价格可能取决于现有的利率、取决于发行此证券的公司的健康程度、取决于财富的所有人或取决于投资者对未来证券价格和风险信任程度等。

许多对冲基金经理相信他们能够预测出证券价格的某个依赖因素。因此他们试图“对冲”无法预测的风险因素,平衡他们可以预测的因素。

例如，长期资本管理公司合伙人认为他们可以预测出投资者对证券风险的未来信任程度。因此他们通过买入一种债券来对冲利率变化,同时抛出同等数量的债券。他们所买入的债券风险很大,因此有更高的风险溢价(他们认为溢价可以下降),同时他们卖出的风险较小的债券。这样,他们避开利率,只使用了两个债券价格之间的“净利差”。

长期资本管理公司合伙人仅仅因为自己使用复杂的数学模型来计算风险,就相信能够比其他人更好的预测风险(如果说出真相,只能说他们是不理智的)。

大部分的对冲基金尽管形式不同，但在本质上有相似之处。例如,一些对冲基金经理专门研究所谓的“并购套利”(merger arbitrage),并且相信能够预测出两个公司是否合并，合并后的公司股价是否比合并前任何一个公司股价高或低。

几乎所有类型的对冲基金都试图忽略价格，或忽略经理们认为自己可以预测出与价格有关的因素。然后把经理们无法预测的价格变化或价格关系风险进行对冲。总的来说，并不能通过对冲降低风险。只能通过对冲降低经理们认为无法控制的风险。但同时也会常常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衍生出他们认为自己可以控制的风险。因此，风险常常被放大。长期资本管理公司就是这种情况的典例。

长期资本管理公司合伙人认为自己可以预测整个市场的风险级别信任程度。他们完全依赖自己的信念做杠杆操作。在一段时间内，他们是正确的。可是随后，他们完全失败了，损失了所有收益，整个变化仅仅持续了几周。

杠杆对冲基金不可避免的大幅波动

然而，他们先正确后犯错的顺序也可能颠倒。许多对冲基金都颠倒了这个顺序，大概有一半吧。这就是为什么每年都有20%的对冲基金失败，这就是为什么他们大部分人无法东山再起。如果长期资本管理公司先正确后犯错的顺序颠倒过来，这个基金就根本不会失败。

尽管长期资本管理公司似乎是唯一臭名昭著的基金，长期资本管理公司繁荣–萧条的形式在对冲基金历史上并非不同寻常。在20世纪80~90年代，两位对冲基金经理，朱里安·罗伯森(Julian Robertson)和乔治·索罗斯(George Soros)因为与长期资本管理公司所做的事情相同而出名：在20世纪90年初以极高的收益获胜。但在90年代末，罗伯森的基金在18个月里跌幅超过75%。罗伯森为自己辩解，声称他的投资哲学在这个不理智的市场下变得失常。索罗斯的帝国也在同时期倒掉。

很显然，至今仍被人们奉为投资天才的两位投资经理在20世纪90年代末并不知道怎样用科技来对付咆哮的市场。他们不仅没有从繁荣的市场中获利，而且他们的投资策略失误，从而毁掉了他们的基金。尽管罗伯森和索罗斯与不幸的诺贝尔获奖人和长期资本管理公司的计算机怪才大不相同，但他们的名声却因早期的成功而树立起来——当然，也因为他们仍然是富豪，并且把财富投向令人钦佩的广泛追求上。

很明显，索罗斯和罗伯森在管理他们的对冲基金时从不涉及个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人财务，但是他们的投资者表现得如何就不那么显而易见了。

例如，1998~1999 年间索罗斯在膨胀的高科技市场做出了错误的赌注后，关闭了他的量子基金。根据 2000 年 5 月 4 号《经济学人》刊载的一篇文章，1998 年索罗斯的基金损失上亿美元；1999 年 3 月因其基于市场价格被高估的假设（最终是正确的）而卖空科技股，从而损失 7 亿美元。但此后，他的基金开始转而买进科技市场，并且 1999 年的业绩非常不错。结果索罗斯获利 50 亿美元，他把一半的利润留在他的量子基金里。第二年，高科技市场下跌，基金损失 25 亿美元。索罗斯关闭了他的基金并退出投资行业。那么投资者最终得到了什么？似乎没什么。

罗伯森资产攀升到 230 亿美元，18 个月后，他的基金遭遇了最严重损失。这意味着大量投资者的资金如坐过山车一样迅速降至谷底。早期投资者在基金鼎盛时期得到了高额的回报，但为数不多，并且他们投入也不多。那么基金存在的时候平均每位投资者业绩表现有多好呢？除了名声，表现得并不好。想有好的业绩表现必须选对时间。仅仅是投资一个“好”基金是远远不够的，你还要在合适的时间投资。投资者怎么会知道什么时候适合投资呢？

然而，多数对冲基金或其他的投资都声明使用“精密的量化分析方法”，这些方法只不过是经理们用来加强他们预测的说服力。但是事实上他们根本什么都预测不出来。无论如何，他们的大部分表现都没有优于被动型股票组合。

人们买入对冲基金的原因

2001~2002 年股市崩溃，对冲基金成为投资大谎言周游世界的下一个载体。投资者本应该因二十世纪八九十年代里赚取丰厚利润而高兴，投资者本应该知道股市下跌迟早要发生，如今他们却纷纷相信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会在其他地方找到圣杯。在投资世界寻找圣杯过程中，你总能找到向你收取大笔费用的引路人。

对冲基金不用做广告，也不需要做广告。但是投资大谎言周围的文化却养育并扩大整个行业或附属行业所能赚钱的销售行为。口口相传。在对冲基金行业里一些关注自身利益的群体，诸如通讯，科研，对冲基金数据库编制人员，金融顾问，新闻界和学术界的走狗，编造着让人羡慕的故事。

投资大谎言被一些事实数据支撑着。无论对冲基金还是日常交易，人们偶然在投资中赚了一大笔，如同人们在赌城拉斯维加斯大赚一笔一样乐此不疲的口口相传。这种炫耀能让人看起来更聪明。那些在投资中失利的人却对此守口如瓶。因此，传闻证据是有高度倾向的。在这样一个由于杠杆的存在收益和损失并存的领域里，通常会听到赚钱的消息，听不到赔钱的消息。这就是营销赖以生存的地方。

完全曲解的营销论调

用来销售对冲基金的论调是诺贝尔得奖理论术语和技术术语的混合体。部分投资者对这些术语如此相信，除了简单的真相以外似乎任何事情都会奏效。

回忆一下第 11 章中讨论的诺贝尔奖获得者马柯维茨的理论。他发现股票投资中最重要就是风险、浮动程度（比如，标准差）、股票间的相关性、通过组合有完美相关性的股票而产生的风险多元化。最后得出结论，把股市中所有股票——指数基金——进行组合就是最佳的投资组合。

这些概念中有三个（低标准差、拥有地相关性的多元化、指数基金）被分派到对冲基金领域来作为虚伪营销的说辞。在这三种情况下，概念被曲解，被滥用，然后在易受骗的投资者面前展示出色的组合结构。这些都源于现代投资组合理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金的承销商吹捧对冲基金与股市有很低的相关性。基本上他们是对的。但是并不像马柯维茨理论展示的那样有如此低的相关性。

构建一个低相关或负相关的异国证券很容易。但仅仅与市场有低相关性本身并不是个优点。为回应 2000~2002 年市场萧条，最近迸发出大量的对冲基金销售行为，因此低相关性被作为优点宣扬。上次发生的股市大萧条还深深刻在了人们的记忆里。人们好像要回到过去，重新来过，希望这次要做点正确的事情。如果股市大萧条再次发生，人们会在颠簸的路上不断寻找着能够奏效的策略。

对冲基金营销挖掘着这样不理智的倾向。有一种暗示，对冲基金经理比共同基金经理聪明，因为他们的酬劳高，如果想与市场背道而驰，就可以做到。他们从不会让 20 世纪初股市大跌一样的衰落(从不提及发生在对冲基金领域里更恶性的衰败，LTCM、朱里安·罗伯森、乔治·索罗斯及其他类似的人本该前途一片光明)再次发生。他们本可以使用低相关性通过对冲减少风险。当然，这意味着他们提前预见到即将到来的股市大萧条——投资经理和投资顾问们无论什么时候也只能像普通人一样眼看着大萧条的到来而无能为力。

好像只有市场的低相关性还不够，那些富有进取心、收取佣金的人(对冲基金的基金提供者)告诉你需要把非完美相关对冲基金进行结合，从而通过对冲减少因单一对冲基金带来的风险。当然，你也要为此付更多的佣金。

在一个很著名的案例中，对冲基金的基金包装者对马柯维茨现代投资组合理论进行错误的类推，并创造了他们所谓的对冲基金的"指数基金"。事实上，这样的基金完全没有指数基金应有的特征。这一事实没有让人感到困惑。仅仅使用指数一词就可以说服易受骗的投资者，并让投资者相信这是投资对冲基金最安全的方法——投资指数基金似乎必须要支付高昂的佣金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第17章

顾问和资金经理的机构投资者营销术

让我们来看看大笔的员工福利、捐赠和基金会基金在机构投资市场中是如何运作的吧。

大型机构投资基金（资产可以高达数百亿美元或更多)几乎总会聘请咨询公司。专做机构投资咨询业务的咨询公司可能规模很大,利润丰厚。比方说,威希尔投资顾问公司总裁(我曾在芝加哥大学的一次会议上同他辩论过）年轻时曾为美国空间项目编过计算机程序,据说他 60 岁时也许是出于对空间项目的怀旧情结,耗资 2,000 万美元为自己在前苏联和平号空间站买了一个座位。如此看来他的机构投资咨询生意肯定不会太糟糕!

咨询公司为客户做各种研究,比方说,运用资产——负债模型预测一个养老基金未来与负债相比的资产情况（养老金计划的负债也就是一段时间后向退休人员支付允诺的养老金所需的费用)。这些模型有助于基金经理确定他们有多大的可能支付福利,他们未来可能需要为基金增加多少钱。

挑选资金经理

不过,顾问的核心作用在于选择和评价经理——也就是说,决定把报酬丰厚的基金投资工作给谁。顾问在这一过程中的作用酷似富玛利亚的顾问帮助卫生组织向成员推荐香烟品牌。经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过成千上万次对数据的加工以及对基金经理所在公司的管理特点的分析，看起来像是经过认真研究而得出的结果终于炮制而成。

咨询公司帮助基金投资者选择资金经理的过程是这样的。咨询公司必须首先确定基金投资者的特定偏好，比如是否偏好国内某个地区的资金经理。接着，咨询公司向一些候选的资金管理公司发送一份调查问卷。这些问卷通常冗长而琐碎，要求资金管理公司提供财务、雇员教育背景、经验、服务年限，选择证券和市场的手段，投资的部门等方面的详细资料。结果，许多资金管理公司顺手就把问卷扔进废纸篓，除非他们认为有理由认真申请并把问卷填好。

这以后，顾问会锁定几个候选人。他们是怎样做的呢？过去的绩效只是一方面，因为顾问通常认为这个并不太重要。他们甚至经常告诫客户"过去的绩效不代表未来。"不过尽管如此，他们还是会考虑过去的绩效，剔除那些过去表现低于平均水平的经理。如果这并不重要，如果一个过去表现低于平均水平的经理和过去表现超过平均水平的经理一样，都可能在未来表现出色，他们又为什么要这样做呢？显然，这是因为客户很难完全相信这个。认为可以通过过去的表现预测未来的倾向在人们心中太过根深蒂固了。

过去的表现并不是咨询公司选择经理的唯一标准。太多的证据表明过去不代表未来。所以咨询公司必须依靠其他的标准。

又是资产配置

和咨询师解决个人投资者的问题一样，机构投资顾问通过在"资产配置"中添加"风格配置"解决一部分问题。顾问首先和客户一起讨论资产配置问题，确定对股票和债券的总体配置，可能还有少部分房地产和"其他项目"(会包括对私营公司和对冲基金的投资)投资。

继资产配置之后，顾问会推荐一种风格配置。"风格"是股市整体的子集。"高增长"是一种风格，指的是大公司——资本量大，即已发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行股票总价值高——本益比高、有高速增长史的股票。其他风格包括高价、低增长、低价和新兴市场。

人们经常仅仅为找到一个具备某种特殊风格(一种顾问认定客户应该遵循的投资风格)的资金经理而展开"搜索"，他们有可能会选择不同的资金管理公司进行不同风格的管理。

顾问们用来评价和选择资金经理的一种相当古怪的原则是避开"风格不定"的资金经理。资金经理应该表现出一种训练有素的管理风格，并坚持这种风格。一旦有证据表明经理未坚持风格，就表示他们不够训练有素，这被认为是不好的。可以通过运行计算机程序来检验经理们过去的投资历史是否严格遵循投资风格。

但是，我们越是告诫投资经理要严格遵守投资风格，基金就越类似指数基金。运用特定风格向所有股票投资的指数基金是有的，作为被动型投资，这些指数基金的费用很低。所以强迫投资经理采用固定的风格投资，意味着它们与指数基金越发类似。那么既然他们不过是在运作管理型指数基金（更何况他们很可能根本没能提高指数型基金绩效），他们又有什么理由收取更高的费用呢？在搜索中胜出的主动型基金经理，经常是那些擅长在回答这些问题时含糊其词的人(不过被动型基金经理偶尔也能胜出)。

此外，要求风格各异的经理们必须表现出连贯性(因此也就类似指数基金经理的风格) 的风格配置手段与市场总指数基金相当接近，只是成本高得多（不少机构投资者最终认识到不值得为这场看不透的谜局费周折和成本，于是他们只投资种类繁多的指数基金)。

目标锁定几个候选人之后，幸存的资金管理公司会应邀与基金经理和顾问碰头。对资金经理来说，这些会面非常重要。他们兢兢业业地准备着，因为一旦成功就意味着数百万美元的进账。

对数十亿美元的机构基金来说，整个过程的成本可达几百亿美元。这些钱是从公司雇员和投资者的口袋里拿出来的。有数据清楚地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表明公司雇员和投资者从这笔费用中一分钱好处也得不到。

用于机构投资者的委托-代理理论

为什么那些用自己的钱投资的“个人”投资者向咨询师和经理支付巨款呢？对此的解释是他们不理智。但是对“机构”投资者就不能用非理性来解释了。古典经济学的一个分支解释了为什么百分之百理性、自利的机构投资者会成为这些非理性行为的“受害者”。

这一经济学的分支叫做“委托-代理理论”。只要负责管理资产的“代理”方与资产所有者“委托”方不同，就会产生委托-代理的问题。公司经理所做的不一定会与所有者利益一致。当养老金或捐赠基金的雇员等向联合投资组织收取费用的人并不是所有者或投资者时，问题会再次产生。

我们也许会幼稚地假设委托人和代理人站在同一边，因此他们也就有本质上相同的利益。但是经济学的假设和显示却比这残酷。即便对于来自同一群体的人来说，他们也带有不同的动机。换句话说，也就是说人人为己。

下面是关于委托-代理理论的一种说法：

研究委托-代理理论的学者考察的最主要的两难局面是在被雇用方或订约人相对于委托人占有信息优势，并在与委托人利益不同时，如何使被雇用方或订约人(代理人)实现委托人(雇用方)利益最大化。

对委托人来说，资产就是他的金色蛋糕；而对代理人来说，则是其他人的金色蛋糕。代理人从蛋糕上刮下的碎金越多，他就越富有。代理人通常在这种不协调的利益中占有优势。代理人比委托人占有更多的信息。代理人居于这样的位置，他们可以操纵委托人所见的信息。

委托-代理理论的推论是代理人会使信息复杂化，所以很难评价代理人的效率。代理人并不需要作为老板的委托人根据效果对他进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行评价；那样风险太大。他宁愿不根据效果，而根据表现来评价。这样一来，他和他所处的专业团体就能告诉人们什么样的行为在专家看来是恰当的，也就能够对评价中运用的名词做定义。他们甚至能够建立专业协会和认证，以此定义被认可的行为，而他们的老板则不得不被他们牵着鼻子走。

法瑞·扎卡里亚（Fareed Zakaria）在《自由的未来》(*The Future of Freedom*)一书中哀叹如今的代理人只顾及他们自己的利益。他认为在我们的祖辈生活的年代，律师、顾问和咨询师这些人是美国民众的中坚力量，他们几乎是为公众所信赖的人的代名词。这些高贵的公仆一般来自“贵族”阶层。他们从寄宿学校开始就在最好的学校，他们所接受的教育首先将他们塑造成为值得信赖的公仆。

如果顾问和咨询师真是打心眼里只关心客户、雇主和公众的利益该多好啊！但是如果经济学认为任何人的经济行为都百分之百的公正无私就太可笑了。利己主义总会掺杂其中，扭转行为——通常很微妙，却是决定性的。

委托-代理理论从代理人利己性角度看这个问题。这一理论注意到代理人倾向于抵制委托人对信息的搜集。这就使代理人对金色蛋糕控制得更牢，刮下碎金的可能性更大。

代理人希望老板们费解

抑制委托人搜集信息（所谓的最佳专业实践）的方法是加入代理人（还有他们的顾问）共同体，这些代理人全都使用晦涩、费解的行话，追求用行话表达的目标。

所有机构基金都会有一些管理投资的员工。比方说，资产约为200 亿美元的哈佛捐赠基金(Harvard endowment fund)有 100 多名员工。资产将近 2,000 亿美元的加州公务员退休基金（CalPERS）雇员更加庞大。就像我说的那样，数以万计的雇员在管理着大块大块的金色蛋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

糕。这些员工的工作是对基金投资进行管理和监控，用最小的风险获得最好的投资效益。

这些雇员是看管金色蛋糕的人，他们定期同投资咨询公司和投资管理事务所碰头。顾问和经理通过切割那些金色蛋糕而赚取的收入是养老基金和捐赠基金的员工赋予他们的。

这些看管金色蛋糕的员工以及他们所雇用的顾问和经理们说的许多话对外行来说很费解并不奇怪。特别的，对金色蛋糕的所有者——公司、公司员工、领取养老金的人以及拥有捐款的非营利性组织来说，这些语言基本无法理解。委托人几乎别无选择，只能假定那些员工（还有和他们的一伙的顾问和经理）心中有数。

浪费的对冲基金会议

为了了解如今红火发展的对冲基金从业者运用何种话语，我在2005年4月做了一次在瑞士日内瓦举行的对冲基金会议的听众。会议在美丽的莱蒙湖畔奢华的威尔逊总统酒店里开了两天。

在投资行业工作的这些年中，我参加过许多次类似的会议。但是对冲基金只是最近才占据了足以召开一系列他们自己的会议所需的市场份额。我以前从来没参加过这样的会议。我之所以参加，是想看看会议的讨论同我在过去那些会议上听过的说法是否有区别。

参加会议的大概有三四百人——大多数都是男人，男女比例大约是5:1。其中有对冲基金经理，现任或潜在的对冲基金投资者（类似欧洲退休基金的机构投资者），还有一般都会前来参会的浩浩荡荡的咨询公司和计算机软件供应商。这些公司中大约有5个拿出大笔美元负担这次会议的费用，它们在设备完善的展台上做广告，展示他们的家伙。

多数参会者把会议当作为广开财路而社交的机会。

但是我眼中的却是活生生的委托-代理问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我去开会之前就对关于对冲基金的最认真的研究的结论有所了解。所以我是高屋建瓴地看这个问题的。我了解整体情况——对冲基金平均而言是一种糟糕的投资；超过市场均值完全是一场赌博，因为对冲基金的表现根本无法预测。当然，关于整体情况的真相在会上是不能说的，会破坏整体目标。

我们有一种默契，大家完全不去理会令人不快的现实情况，会议因此而令人很愉快。感觉就像是沐浴在丰富的碎金中。空气中弥漫着奢华——至少是与财富耳鬓厮磨的气息。

所有的讨论都是用专业术语来表述的。几乎所有的发言都充斥着以学术为导向的投资界数学味十足的术语。会议所使用的语言是建立于 20 世纪 50 年代初的马柯维茨的平均方差分析以及夏普于 20 世纪 60 年代的风险定价分析的详细展开。

还是那过时的错误百出的伪数学

许多，也许是大多数讨论中包含的数学公式无法真正付诸实践，至少不能有效付诸实践，因为要么无法获得公式所需要的数值假设，要么数值假设不能有效预测它们的未来价值。不过似乎没有人担心这个。

让我有些惊讶，却又在意料之中的是会议发言和讨论的内容与我几年前，甚至几十年前参加的会议几乎完全相同。人们仍在反复提及相同的投资概念——还在不断地提到阿尔法和贝塔；还是选择回归分析这个“复杂的”数学技巧。

没有什么秘而不宣的东西（除了从名义上说只有得到邀请才能参加会议，不过其实邀请发放得非常随便）。发布的所有信息都可供审查。演示稿用的是现在会议上无处不在的 PowerPoint 标准幻灯片模版。每一个前来参会的人都会得到一张存有所有 PowerPoint 幻灯片外加很多其他信息的光盘。

但是表面上的开放是一种假象。一切都为行话和公式所包裹，大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数外行人士(还有许多,甚至是大多数内行的人)连一个单词或者单词中的一个希腊字母都很难理解。

术语"盛宴"

会议是由对冲基金提供有力支持的法国学术机构组织的。许多发言者都来自学术机构。他们还花费一大笔钱为即将推出的一种测量对冲基金绩效的产品促销。

这次会议包裹着厚厚的行话,厚得都可以用刀切了。如果能用数学味十足的行话,就没有人会用比较简单的语言来表达。管理指数基金的经理叫"贝塔工厂",努力超过市场均值的经理叫"阿尔法专家"。

当然,这些行话模糊了传递给拥有"金色蛋糕"的委托人的信息。对冲基金业将对冲基金至少归入十种不同范畴使得对冲基金的绩效衡量起来更加困难。至少有五种不同的风险测量方法,每种都很难计算。

销售说辞

会上经常直接或者间接地提到对冲基金行业的两种主要说法。这些说法包括对冲基金行业为说服机构投资者投资对冲基金而提出的主要论点。这些说法是:(1)对冲基金通过让投资者的投资组合承担新的风险来提高绩效;(2)这些新的风险使投资组合更加多样化,因为它们与投资组合现有的风险无关联。

例如,某次对冲基金会议的学术赞助团体的一位雇员在一篇论文中写道:

回报率的变化也许取决于市场风险之外的风险因素。最显著的风险来自隐含波动率变化水平、信用风险、收益曲线、商品和货币风险,资本市场收益以及股票风格等因素。事实上,对冲基金策略不同,面临的风险因素也有所区别。例如,市场中和对冲基金一般面临价值溢价、小盘溢价和隐含波动率等变化,而 CTA(商品交易顾问)则面临

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币和商品价格变化的风险。文献中的共识是对冲基金绩效主要来自各种风险因素。

对冲基金收益与股票和债券收益的相关度低，同它们面对的风险因素不同有关。

不过为什么这些附加风险中的大多数会提高绩效我们不得而知。它们是我们意料之外的增值风险，类似玩扑克游戏或者做货币期货的风险。例如，我们无法解释为什么承担“小盘溢价和隐含波动率”上下浮动的风险就能提高你的预期回报。因此也无法解释为什么这些策略与股票和债券的相关度低会带来好处。

这些说法是对获诺贝尔奖理论的无知（或者可能更糟糕，蓄意）的破坏。我在第 12 章中指出，要提高投资风险带来的长期收益，就必须向能创造财富的项目投资。

对冲基金业内人士主导评价标准

对冲基金行业已经建立了新的专业协会和认证，特许风险投资师，也就是 CAIA 认证。（“风险”一词指种类繁多的非传统投资项目，大多数是对冲基金。）举办会议的学术机构在广告中称自己是“唯一面向欧洲的 CAIA 协会官方课程提供机构。”

与委托-代理理论的推论吻合的是，这次会议更强调业内人士的“行为”，而不是“结果”。如果阿尔法和贝塔常常出现在你的演讲中，如果你拿到了 CAIA 认证，如果你参加过很多类似的会议，你的老板和客户只能假设你的绩效也肯定很出色，或者将很出色。这样你就成功地改变了他们对你绩效的评价方式，把它纳入你的控制范围内。

很明显，真正提供碎金的人也参加了座谈。有几个负责为大型的欧洲公司管理养老金投资。这些碎金供应者施舍金色蛋糕块时的慷慨使他们成为其他与会者的主要目标。

尽管许多关于对冲基金的研究都得出负面结果，机构投资者仍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在急匆匆地投资对冲基金。理由(或借口)之一是因为传说中有一些对冲基金表现出色。另一理由是人们对近期无力预测股市峰值以及类似 2000~2002 年间的急速下滑的失望。

但是,对这个问题的解释是无情的,从经济角度看是冷酷的,对冲基金为代理人和他们的同党——他们聘请的顾问和经理——提供了利用委托-代理问题大赚一笔的绝佳机遇。对冲基金正卷走相当多的从金色蛋糕上刮下的碎金。他们给出的理由是他们只刮取胜出者的碎金,对冲基金业务技术含量非常高,需要高薪的、极其聪颖的从业人员。

易受诱惑的“金色蛋糕”提供者

委托人的直接代理人(比方说,那些为大公司管理养老基金的人)可能会装出一副不情愿的样子;但作为个人,他们可以通过与对冲基金调情只赚不赔。在对冲基金提供商和顾问群体的掩盖下,他们使关于对冲基金是技术奇迹和伟大的投资的神话更动听,这样他们就能稳赚。

对冲基金专业群体能够为金色蛋糕代理人提供这种掩盖，使对冲基金绩效测量变得神秘，在绩效较差无法掩饰时做出似是而非的解释。这样,代理人的职业生涯就能兴旺发达。代理人与他们的雇主会面时若常用阿尔法和贝塔之类的字眼,雇主就会觉得他们更懂行。

当然,他们的忠实同道——对冲基金经理和顾问——对他们不惜血本投资和精心包装,后者也因他们而变得富有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第18章

鱼龙混杂的金融衍生品

一些个人和机构的投资组合中包含着某种形式的衍生产品，而他们近乎偏执的态度可能会带来损失，因此，有必要同读者谈谈衍生产品。衍生产品的某些使用和形式是非常危险的，但是大多数人对此只有模糊的认识。在本章我将阐释使用衍生产品的利与弊。

在过去的30年中，这些曾经只占据金融市场冰山一角的产品的贸易得到长足的发展。期权和期货等衍生产品来源于个人股票、股票指数或石油之类的商品；它们增长迅速，交易也异常活跃。

大部分衍生产品合约更类似保险合同，而不是投资（当然，对那些提供保险的人来说，它就是投资)。他们之所以叫“衍生产品”是因为它们的价值是由其它指标——如股票价格，股票指数或商品所决定的。

衍生产品在投资领域中可以有它们的用途——至少在理论上——多数情况下是作为投资的形式。衍生产品最普遍的形式是期货、看涨期权和看跌期权。

期货合约是在未来某个时间以某一的价格买入。货币期货就是期货合约的一个例子。例如，你可以购买900美元的货币期货，一年后你将获得10万日元。合约规定你在一年后付900美元，然后收益10万日元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看涨期权是一种购买选择权，不是购买义务。比如说，你可以用50美元买下花900美元一年后收益100万日元的权利。一年后，你可以决定是否行使这种权利（但是无论你是否行使，都要花费50美元）。

与看涨期权正好相反，看跌期权是在未来一个特定时间以某一固定价格卖出的权利（不是义务）。

在某些情况下，这些工具在投资者的投资组合中会有实际的用途，特别是用于对冲投资价值跌落风险。

稍后我将解释这些工具的应用。但是还是让我们先看一下衍生产品的一些较简单的用途。

使用衍生产品对冲外汇兑换风险

假定你是一名美国公民，计划一年后到日本长途旅行，但是你经济拮据。你愿意在日本花1万美元，但不能再多了。从预期的日元—美元的汇率来看，你似乎能做到这一点。

但是你有点担心如果来年美元比预想的疲软的话，你的花费可能不止1万美元。你可以买下价值1万美元的日元期货来“锁牢”或对冲你的日元开支。这些期货将保证你在旅行的时候能以预先的汇率来兑换日元。

谁会卖给你那些日元期货呢？嗨，很可能是一个打算一年后去美国旅行的日本人，恰巧他不想冒美元升值的险。

实际上，如果你要在像芝加哥商业交易所这样的货币市场上买日元期货的话，你不会知道是谁卖给你的。卖主很可能是一个想碰碰运气再赚点经纪费的货币期货经纪人，而不是一个想到美国旅游的日本游客。

这种对冲要花点成本，也有点风险（不是很大）。成本就是经纪人手续费。风险就是美元真的会升值，你却得不到任何好处（这也可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

叫做“后悔成本”)。

是否对冲货币风险是你自己的选择。对冲要花点成本，它能够确保你免受钱袋被掏空的货币变化风险，但是也可能降低你钱袋偶然鼓起来的几率。

公司货币风险对冲

小型进出口公司经常对冲货币风险，因为大的外汇兑换损失有可能会使公司跨掉。但大公司一般不会费神去对冲货币风险。在他们看来，花这个成本完全没有必要，因为他们觉得从长期看来外汇兑换损益会互相抵消。

20 世纪 80 年代中期，我的工作就是用衍生产品对冲股市投资的下滑风险。工作中我突然想到大公司可以用同样的方法对冲货币风险。

为了证实这对大公司也是值得关注的，我查看了一些公司的年度报表，结果我很吃惊的发现 1985 年可口可乐公司在国际货币交易中损失高达 5 亿美元。

在同一年，可口可乐因为推出“新可乐”而成为笑料。推出新产品的原因是合理的。可口可乐比百事可乐更具市场优势。但是，当可口可乐的调查员随机抽取路人做盲测，让其品尝没有标识的可口可乐和百事可乐时，每次的结果都是人们认为百事可乐更好喝.

可口可乐和百事可乐不同之处在于百事口味稍甜，所以可口可乐公司决定他们的产品口味最好更甜，否则将在市场份额上输给百事可乐。

据说可口可乐公司投入了 1,000 万美元这个看似惊人的数字(有可能比这还要多)用于市场调查和新产品的包装。

新产品刚推出便遭到消费者的抵制，他们说更喜欢可口可乐以前的口味——跟口味盲测的结果相反。最后可口可乐公司不得不重新推出原来的 “古典可口可乐”，并让“新可乐”淡出市场。后来，他们发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现虽然人们在口味盲测中说更喜欢“新可乐”，但是在不施行盲测，也就是让人们知道他们喝的可乐种类时，他们会说更喜欢可口可乐。关键是品牌的可信度，而不是品尝第一口的滋味。

不管怎么说，如果人们意识到这笔钱对可口可乐公司就如九牛一毛，就不会觉得公司在“新可乐”上所浪费的开支有多么可笑了。跟公司 5 亿美元的货币交易损失相比，这笔钱就更是“小巫见大巫”了。

去年可口可乐公司在货币交易中盈利 5 亿美元。对公司而言，货币交易损益只是在它的财务决算中无规则起伏的波动图。这个波动图从长期来看是趋于平稳的，其变化并不会迫使公司采取相应措施。

TIGRS和CATS，哦，啊呀

1982 年 8 月，美林公司推出了最早期的倍受市场看好的一种衍生性质的金融产品。与此同时，它的竞争对手所罗门兄弟公司也推出了这种金融产品。美林称它的产品为“TIGRS”(国库投资增长收据)，而所罗门兄弟公司称其为“CATS”(国库证券利息单)。这表明同等的金融工具的市场竞争是多么激烈，这些金融工具又是如何在竞争中被迅速定价。

其它的投资银行也纷纷效仿，并很快发行了各自的相似的工具。最终，美国政府于 1985 年也加入这个行列，把它的投资工具命名为“国库 STRIPS”(零息票国库券)。

TIGRS、CATS 和 STRIPS 这些金融工具所瞄准的市场就是那些有孩子要上大学的家庭。如果你为孩子买了其中的一个，你就能搞定日后读大学的成本。

这是一个好主意，而且发行的也正是时候。利息处于历史新高。教育成本一路攀升。好多家庭都有孩子。他们中越来越多的人打算送孩子去上大学。但他们不确定是否能上的起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你女儿现在 8 岁，如果你想等她 18 岁时送她去读 4 年大学，可能 10 年后你要花 4.5 万美元。你瞧，比方说你买了 2 万美元的 TIGR，十年后你保证有 4.5 万美元（这的确是一种保证，是由美国的国库票据担保的）。如果你孩子还没有出生，你打算 20 年后送她去上大学，可能你只要花 1 万美元这么少的钱就能保证她将来的教育。

他们的做事方式很有意思。美林公司购买了国库票据，10 年后到期。这些票据要支付大约 8%或 9%的利息，到期还要偿还本金。然后，美林公司重新发行他们，并分成两部分——一部分只付利息，到期不偿还本金；另一部分到期只偿还本金，不支付利息，这一部分是 TIGR，你一旦买入，10 年或 20 年后你可以拿到丰厚的一笔钱，但在此之前是没有利息的。但你的成本也低的多。另一些人若为利息付费，他们也便能收益利息。

对那些有孩子要上大学的父母来说，你也许以为 CATS、TIGRS 和 STRIPS 这些工具简直是给他们的天赐之物。你也许以为它们是你应当了解的金融奇迹，但是如果你有一位优秀的投资顾问提供建议的话，你就永远不会这么认为了。因此，你可能会想自己需要一位投资顾问帮你从无数的投资工具中筛选并找到适合你的那一种。

但是要记住所有的投资工具（投资工具太多了）都是彼此竞争的，现金流量是可互换的。因此，对投资者来说，除了风险各异，它们确实是非常相似。

许多其它的投资工具（你所了解的那些）可能也是不错的。为了送你的孩子去上大学，它们的效果甚至有可能更好。

如果你在 1982 年 8 月买了 2 万美元的 TIGR 或 CATS，10 年后到期就是 4.5 万美元。但是如果你用很低的费用把同样的 2 万美元投到分散股票指数基金，你的收益不再是 4.5 万美元，而是 10 万美元。如果你把 2 万美元投到分散化的长期互惠债券基金，你将收益 6.5 万美元。

这一时期所有的投资都迅速增长，鉴于免风险投资的高回报，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也没什么惊奇之处。担保的 8%或 9%的 TIGR 和 CATS 固然不错，但其他的投资更好。这是很正常的。各种投资互相竞争，除了风险差异，它们是趋于相似的。

用期权对冲股市下跌

很多人不情愿投资股票，这可以理解。因为股市一跌似乎不可收拾。实际情况是合约没有规定因股市下跌必须补偿投资者，也从来没有这样过。投资者指望公司的投资组合会长期增长。投资者也相信公司股票会上涨、日后市场前景可观或者公司会分股息。

一组多样化的股票投资组合多半肯定会增长、分红、将来也能以更高的价格卖出。但是因为由于得不到投资确实有价值的保证，人们仍然感觉不踏实。

股本挂钩合约

一条简单的期权策略可以保证一位轻率的投资者投资股市时免遭损失——至少不会损失太多。

这条策略在过去 20 多年已经被无数次的提供给投资者。它在 20 世纪 80 年代中期第一次现身，虽然主要是受到大型投资机构的欢迎，但流行极其迅速、规模也大，被称作“投资组合保险”。遗憾的是当时的期权市场发展不是很健全，所以这条策略必须使用所谓的合成期权（一种用期货模仿期权的方法）——但是合成期权策略并不是十分完善。在 1987 年 9 月 19 日这一天，它就遭受了市场下跌 20%的严重打击和随之而来的市场波动。

现在这种方法被包含在股本挂钩合约中，因此显得十分有特色。这种合约有点像这么回事：

假如你买了一份多样化的股票投资组合，但是你也可以买一份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准普尔 500 市场指数的看跌期权作为保险，事实上你能保证你的投资组合的价值不会跌到预先最低值以下。

但是看跌期权也是需要成本的，这个成本将严重损害你的收益。在没有顾问或短期资本经营者提供指导的情况下，个人就可以购买看跌期权——这样也就没有相应的不合理的佣金。但是机会是有限的（看跌期权只在公开市场上以固定行使价格出售，并且是在有效期内）。这样一来，顾问所推荐的一揽子产品可能更加适合你。但是他们的顾问佣金——在投资服务业也属正常——是很高的。

用债权和看涨期权对冲

前面所提到的策略的另一种形式很容易理解，有着同样的效果，也是一揽子交易的兜售者经常用的。

这条策略就是购买免风险的债权——例如，美国的零利息国库券——比如说 3 年到期。如果你要投资 5 万美元，你可以买到期时是 5 万美元的票据。这样你现在可能要花约 4.5 万美元。

这样你就从 5 万美元里余出 5,000 美元，把它投在标准普尔 500 的看涨期权上。如果股市上涨，看涨期权会涨得更多，你的利润也会高（虽然也许不会像你把它全投在股市的利润高）。如果股市下跌，嗯，3 年之后你至少还有 5 万美元，一分不少。

这样做是为了评估风险。你可以决定你能承受的涨跌的幅度大小，而不是把自己的投资组合全部交给起伏不定的呈钟形曲线变化的市场。

当然，天下没有免费的午餐。如果你要控制跌幅，你在涨幅上就要有所放弃。但是因为衍生工具丰富多样，为了心里舒坦些，你可以做些调整。你也可以不花经纪佣金（这经纪佣金要比你花在顾问或短期资本经营者身上的多）。但是如果你真的认为你很了解诱惑你的风险，你就可以满足你的欲望。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必不可少:低成本对冲股市下跌风险

市场要求低成本长期对冲股市下跌风险。例如,如果有一份长达10年或20年的保险,且合约成本合理(像看跌期权),那它的市场价格就坚挺,看涨的行情就好。

这样的合约可以从大的投资银行得到,但都是钱数较多的,成本也奇高。如果一份低成本长期看涨期权(或看跌期权)能够发展起来,再加上投资者的低成本长期股票指数基金,这样投资者可能就有很多实惠。成本能够、而且应该比现在的要低,但是,股票基金的试验最终使其符合自身特点,成本也下降了。同样地,新的与股本挂钩的产品和创造新产品的方法也需要试验。

衍生产品危险吗

这样看来,衍生产品有自身的用途,在商业、外汇、银行业和其它领域的有利可图的市场中还有别的用途。不过,很多用途是由玩游戏的人使用和创造的,就像我大学时期打扑克的一群人凑在一起斗智。股市正如我大学时期每夜玩的纸牌游戏,有赢有输。

跟直接投资股市不一样,这样可以把钱拿来创造一个有价值的产品,在不减少他人财富的情况下就可以获得利润。最好的投资方式就是创造财富:每个人的财富只会增加,任何人的财富也不会减少。

近来有这样一群人一直争论不休,他们认为金融衍生产品危害金融系统,主张只是观望而不是投资。有股神之称的沃伦·巴菲特是反对衍生产品的。支持方的主要理由是衍生产品可以提高流动性,就是说,衍生产品能提供越来越多的方式使现金流量可替代。这样一来,金融系统就能提供给投资者摆脱或改变风险状况的机会,从而使他们增加些许安慰感。投资者一旦感到舒服自在,投资资本的整体可用性就会增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个说法不无道理。美国曾是创新的摇篮，也是一个人们愿意冒最大风险的地方。在这里投资或评估投资风险的复杂方法比比皆是。这可能也增加了用于资助冒险创新的资本。也许正是因为投资者有如此多的方法去冒险或对冲风险，美国的创新率才这么高。

如果有谁想在投资中多冒点险，而且输得起的话，一定要鼓励他这么做——如果他失败了不会因精神失常而需要别人监护的话。风险资本有利于经济发展。金融工具能鼓励并推动冒险，由此创造财富，冒险也得到了报偿，因此经济得以发展。

但是我们现在都知道，金融衍生产品也有阴暗面。能说明这点的就是关于一些公司(如巴林公司)破产的新闻报道，破产是因为奸商没有透彻了解他们的老板就大宗交易衍生产品。专业交易商使用衍生产品时几乎眼睛眨都不眨就下很大赌注。那么，如果市场走向不好，他们的赌注就会导致巨大的损失。

而且我们现在也知道，衍生产品可以被金融和会计欺诈利用来掩盖一家公司的真实财务状况。安然公司(Enron)极富创意、独具特色的会计就是一个典型的例子。

BS公式

近年来金融界最让人感到吃惊的发展就是一个不可思议的数学公式被广泛接受。BS 期权定价公式——它是衍生产品中的一种，源于曾经不引人注意的日本数学家伊藤清提出的理论——它已经如野火般照亮了整个金融界。虽然 BS 公式甚至书写起来都有难度，程序编写也需要艰深的数学知识，但许多金融机构还是一直每天都用它。人们如此推崇这个公式，已经把它放到被广泛使用的掌上计算器里，配以按钮来计算抵押率、年金等诸如此类的东西。

因为它小巧便携——数学头脑如此珍视 “雅致”——深受金融数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学家和以数学家自称的人的喜爱。它被人乐意接受，也是因为人们认为它有衍生性——在股份和相应期权之间的假想套利。

但是这个公式受欢迎主要是因为不管如何不精确，它能够量化很多金融工具的价格和风险。在它出现之前，金融工具的价格和风险根本就不可能得以量化。

为努力使商业和学术领域客观化，对量化的追求已经变得非常狂热，以至于任何量化的手段不管有多么不准确，都被看作要比没量化好。面对这种对量化的需求，特别是对量化价格和风险的需求，BS公式跟大多数这样的公式比起来能更好的满足人们的这种需要。

如果你在一家投资银行工作，正考虑推出一个新的金融衍生产品，你要做的第一件事就是用 BS 公式或源于伊藤清微积分学的相似的公式或者二项近似值方法计算它的预算价格。计算结果可能不是市场价，但让你多少知道应如何定价这个新产品。

相反，如果你看到市场对某种金融衍生品的定价，你可以退一步推断出市场所预示的潜在的风险。同样，这也不是很完美的方法，但能让你对此有所了解。

BS 公式也被用于其他一些产品的定价，如可以用于提供给新生企业主管或员工的职工认股权。能源公司也用这个公式给未来的能源需求合同定价。它已经成为不同领域的许多财务主管和风险经营者的工具箱里必须的一件工具。这个公式一旦问世，发明本身就成了需求之母。

靠它你成不了股市赢家

当然，这个公式不能预测未来。所以，它不能帮助人们判定一种投资是否比另一种好。它也不一定能提高抵御风险的能力。相反，它却诱惑了一些过分自负的人犯了投资评估的大错——这些人奉行科学至上主义(例如，第 16 章讲到的长期资本管理的失败，这家公司在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它的同行中很突出，拥有两位获得诺贝尔奖的期权定价理论的创作者，还拥有一位创造与 BS 同名公式的人才）。

大多数的金融衍生产品适合这样的人：他们有某一明确的金融需求或能够对冲的金融风险——如从美国到日本和从日本到美国旅行的游客，他们彼此交换货币期货。大多数的金融衍生产品大都不适合投资者，那些游戏成癖的人除外。

如果投资者认为必要时对冲风险能赚钱，他们就可以交易金融衍生品——正如他们可能成为伦敦劳埃德保险公司的承保人，提供风险资本为油轮投保。他们也可能使用衍生产品对冲他们自己的投资风险。但是，像所有其他的投资工具一样，金融衍生品大体上也遵循无免费午餐的规则：你付出才有收获。如果你冒的风险大点——长远看，平均起来——你得到的回报也更多；否则，回报可能就不多了。

销售与现实世界之间的重重陷阱

还记得我先前说过衍生产品至少在理论上有他们自己的用途吗？嗯，事实表明这个限定成分“至少在理论上”不应该被忽略。一个“至少在理论上”不错的想法的实施并不总是如你原先想的那样。

我在 1999 年的一次经历证明了这一点。作为一家投资服务公司的首席经济学家，我正在寻找有吸引力的、有益的投资工具提供给我们的客户和我们客户的客户——投资者（我公司的直接客户是金融顾问）。

当时的市场正一路飙升，连续好多年都是如此。每年 20%多的回报率几乎已经成为定数。一些缺乏经验的投资者正期待这样。

我们是否已经进入了一个革新和效率的新时代，一个信息交换如此容易，经济增长率会持续走高的时代？人们众说纷纭。

一些聪明的观察家认为我们确实已经进入了这样的时代。他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为股市将持续飙升。但是另外一些人认为形势还没有发展到那样的程度。他们认为没有理由期待永久的高增长率。他们断定股市被高估了，而这是十分危险的。

这些观点真假难辨。没人想减少他们对股市的投资，因为如果股市持续看涨，他们会觉得失落。

但是如果反对者是对的，也没人甘心被崩溃的股市套牢。

我认为解决这个难题的理想方式是前面章节中提到的策略：用指数看跌期权对冲股市投资，将指数看涨期权与零风险债券结合起来也能达到类似的功效。这样一来，如果股市继续飙升，投资者能得到好处，而股市下跌时也能遏制一定损失。

这条策略已经由另一家投资供应商提供了。我想我们只能从他们那把产品租来再提供给我们的投资顾问——客户。

我们的律师反对

当我和公司的其他同事讨论这件事的时候，我很吃惊的发现我们的律师兼总顾问，对此坚决反对。他提出的理由很有见地——也许他说的对。

律师说我们的客户中有几百名，也可能有一千多名是投资顾问，并不是每个人都很聪明。我们无法相信他们能把股市投资保护措施这么复杂的东西向顾客解释清楚。他们中有一些人解释得会不正确，或者顾客不明白。这样就会出问题，而我们则会遭到指控。

简而言之，如果我们的客户——投资顾问——理解不了，而且，他们的顾客也理解不了，不管这条策略对投资者来说是一个多么不错的主意，我们最好也不要告诉他们。唯一能指望他们明白的就是他们雇我们去做市场赢家。我们只能把推销员的花巧语和产品的投资的弥天大谎继续下去，别无他法。这个谎言在商界根深蒂固，半点出入（即便对投资者有益）都会严重影响公司的效益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总之，不是看上去那样

然后我发现，投资保护措施根本不是他们说的那样。

对冲是由一家大的欧洲银行位于纽约的投资部门执行的。事实上，我的一个老同事曾是这家纽约投资公司的顾问，原先也参与过这条策略的制定。

我们两人去纽约参观了这家公司。出售组合产品的经纪人声称这条策略能把可能的损失最多限制在 10%。

我们询问投资管理人员怎么能精确的保证下限。他们给的答案不清楚。我们得不到一个更好的答案，所以就要求看看他们的投资数据——他们都在什么时间在什么地方投资了多少。

在仔细阅读这些信息之后（我感觉投资经理本来不想拿给我们看），我们发现了实际情况到底是什么样子的。

这条策略本来应该用一份看跌期权或类似这个的工具保护每个投资者，使他的投资组合的价值在 3 年内不会损失 10%或更多。

但它并没有对每位投资者做单独考虑，只是把他们不加区分同等对待。然后它把投资组合分给两名经理。第一个管理那份被积极操控的股票组合。

第二个经理在看似随意的时间内在芝加哥期权交易所买下看跌期权合约。时机选择——看跌期权的数量，它们的行使价格，与看跌期权有关的一切——跟每个投资者无任何关系，也跟他们所面临的风险和投资时间没有关系。

结果表明，无论何时投资者在投资组合中下赌注，投资管理公司负责购买看跌期权的部门就会下注抵消那些股票——并把它加到投资者的投资组合。

简而言之，对冲只不过就是让投资者的股票投资不起任何作用。对冲只是抵偿了它的股票投资——事实上，一手买入股票，一手再卖出。投资者只要减少他的股票分配，在这一点上自己就可以做得更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好。这样,他本可以不需要付这么高的佣金。

所出售的“非常高明”的对冲策略根本一点也不高明。它比洗碗机还要愚笨。所出售的“为你量身打造的计划”一点也不为顾客着想——它是对每个人都同样愚蠢的策略。

推销员的花言巧语,可能还有他们的本意,是一回事;但实际实施起来完全是另外一回事。结果经常是,一旦一个投资概念推销给投资者,执行起来就不那么容易了。因此投资经理只是做了点什么——任何事情。投资者永远不知道区别在哪。要弄清楚究竟是怎么回事对所有人——甚至对一个懂行的专业人士来说都太困难了,更不用说一个对此并不关注的投资者。

依我的经验,往往并不是像他们所说的那样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第19章

现代商业道德的灾难性大滑坡

在 18 世纪和 19 世纪的大部分时间里，大多数人都是在农场工作。这以后的工业革命和机械化让大部分的劳动者脱离了农业生产。工业化的西方世界的农场工人成了工厂工人。最终，发达国家目前的农业工人还不到总劳动力的 5%。

农业工人成为工厂工人之后，最近欧美的工厂的工作已经转移到劳动力成本较低的远东和南亚的一些地区。美国越发成为一个以服务产业和白领职业为主的国家。

现在甚至像电脑编程、数据录入、电话技术支持这样的服务性工作正转移到印度这样的国家，那里的知识工人的雇佣成本较低。而美国则正在迅速发展成为一个以金融工程和营销工程为主的国家。

不错，这些新兴职业的工资和地位的确很高，但对它们的追求真的如表面看上去的那样值得尊敬吗？他们是否正导致欧洲和美国整体商业道德的堕落？这样下去，接下来会走到哪一步？

读过 20 世纪 90 年代晚期踌躇满志的电信公司的历史（如埃欣沃尔德 Eichenwald 全面记述安然公司起落的《傻瓜的共谋》*Conspiracy of Fools*）的人会明白许多公司就是操控财务报告，使利润看起来很高。事实上，安然公司被大型的美国企业广泛推崇的是它巧妙的金融骗术。

美国在别国激励工人表现方面是不是已经开始江郎才

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽——它在高科技领域持续不断的创新除外——所以才提高工资？以纵容和欺骗为特征的“营销工程”和“金融工程”还能坚持多久？

骗术

让我们回溯这些新的艺术所造就的一些惯例。

产品营销中“折扣”的大量运用就是一个例子。折扣就是人为的控制买主的感觉和付款的一种方法，从顾客那多抠点钱，但依然保持良好的视觉——也就是表面上的低成本。

整个惯例取决于一群能被骗上当的顾客，或可以被引诱着自欺——在小节上，有时甚至是在大的方面。

如果一个产品的售价是 99.95 美元，但是折扣了 20 美元，广告价就是 79.95 美元，因此，看上去挺不错。但是科技观察网上的一位博客写手是这样说戴尔电脑折扣的：

> 商家给产品做广告时说是“折后”价，但实际上你已经支付了“折前”价。然后，你必须用左手摸你的右耳，朝南，左脚单足站立，上下连跳三次。如果你连这样的事情都做不好，虽然他们的广告中产品价确实是折后价，他们拒绝给你折扣。

卖主希望许多也许是大多数的买主能发现获得他们的折扣不值得那么麻烦，希望买主也就不会费神了，同时，直到卖出产品几个月后一些买主真的收到并兑现了他们的折扣支票，卖主会保留那 20 美元——浮动的 20 美元——他们靠这个赚利息。

设计和执行这些折扣方案需要聪明的人进行仔细的研究、分析和战略制定。

但是这个活动会有成效吗？如此热切的、蓄意的策划利用消费者的不理智和弱点去占金融便宜就真的高尚吗？难道这不近似欺诈吗？

然后就有了信用卡、电话卡、抵押和分期付款，用大大的字体广

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告声称费用很低，接着又提到（因为规定需要）——用特别小的字体——额外成本，这个额外成本会抵消大号字体印出的低费用好处。

许多一揽子交易——例如，针对电话服务的——经过有技巧的策划之后，如果用户不超出一揽子服务的设定复杂的界限的话，成本会很低。但是一旦稍微超出界限，服务就昂贵的多。这样，再一次，营造了良好的视觉——报出的费用是低的。但是很多用户最后更关注表面的价格。这些交易经过卖主蓄意的操控后看上去很便宜，但平均起来要比广告说的花费高出很多，从而增加了卖主的收入。

问题不仅仅在于这些小欺骗可能在一个固执的人看来不是那么缺乏道德。更值得关注的是它们在商界已经被接受的惯例。

挑战底线

真正的问题是道德的急剧滑坡。当这些欺骗行为成为普遍的商业惯例。中层管理中能干的人迫于使收益更高的压力，将挑战底线。他们会竭力从顾客那榨取更高的收益，从而希望从他们的老板那因为争取到的利润额而收到赏识。

以我最近的一次经历为例，可能是由于当下的商业环境，也完全有可能源于某位中层经理挑战“轻微”欺骗惯例的底线。

我卖了一套公寓，买的时候是用花旗金融集团下的花旗抵押公司的浮动汇率抵押。出售的话，抵押将没有提前预付罚金（根据抵押协议，如果共管式公寓是按揭的，就有提前预付罚金；如果是出售，就没有）。

每个买卖过房子或共管式公寓的人都知道，交易结束的时候，买卖双方按要求必须阅读无数的文件并签字。事实上几乎没有人读这些文件——读完要花好几个小时。有时甚至还有那份附在里面的表格，虽然你保证过已经阅读过了，但你根本没读就签字了。

正当我快速翻阅表格，准备不读就在底部签字的时候，有个东西突然吸引我的注意。它吸引我的注意——我能识别这样的东西肯定非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常幸运。我正要被收2,500美元的提前预付罚金。

说实话，我记不住抵押的确切的条款，它们复杂的就像现在的许多财务安排。但我觉得有点不对劲，要是本来有提前预付罚金的话，我是应该知道的。

幸亏我随身带了手机，而且当时抵押是通过一个抵押经纪人办理的。当我打电话给抵押经纪人问他抵押条款是什么的时候，收盘代理人不耐烦地跺脚。经纪人告诉我只有按揭抵押贷款的时候才有提前预付罚金，但是若卖掉卖共管式公寓的话则没有罚金。

我把这些转述给收盘代理人和房地产开发代理人。他们因为造成的不便而看上去很恼火。要改表格的话已经太晚了。我让他们向我绝对保证收盘代理人将从花旗抵押公司挽回那2,500美元。

几星期之后，我收到一张支票，但是本来它可能轻易的从我身边溜走的——继而就增加了花旗抵押公司的利润。

现代商业环境对顾客背信弃义

鉴于微不足道的欺骗性惯例，这种对顾客的背信弃义就不出人们所料了。像这样的错误几乎从不是为了有益于顾客而犯的。但我极度怀疑他们这样做部分是因为要处心积虑的为花旗抵押公司的中层经理部门多榨取点利润。在我看来，这样不是接近欺诈，简直就是欺诈！但是，跟折扣惯例或广告标明低成本又用小字体的法律文件取消它的惯例相比，这是否更具欺诈性还很难说。

提升量化

在发展的商业环境中，“利润”是最关键的。它被看作是衡量什么是好的和可取的唯一可能的尺度。其它的尺度，诸如，商业是否以诚实和道德的方式运作，不利之处在于“不可量化”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"可量化"的被提升和随之而来的不可量化地位的下降有很长的历史了。1957 年 10 月 4 日，前苏联成为世界上第一个发射人造地球卫星"斯普特尼克"(Sputnik)的国家，这使美国震惊不小。美国惊惶失措，认为自己为求生存跟苏联展开的核竞赛中被困住了。这样似乎说明苏联在技术上领先于美国。

为了占上风，美国联邦政府又倾注了上亿美元用于物理、航天、核能、天体物理和其它科学领域的研究。这对自然科学领域的研究者和产业来说是很幸运的好事。

但对人文科学就不是好事了。心理学、社会学、经济学甚至商业领域的研究人员和学者们都有很好的理由"嫉妒物理学"。

那些领域的研究人员解决问题的方法就是让它们看上去像自然科学——运用大量数学，要求"量化"、"可测性"和"可证实"。这些可能都是值得赞美的追求，但它们不能满足所有要求。

一些杰出人士，如福特汽车公司总裁、而后担任美国国防部长的罗伯特·麦克纳马拉(McNamara)，通过坚持据称讲究实际的以量化为基础的报表和管理，在要求可量化方面施加了很大影响。

专心追求利润可量化切断了与顾客间的信用纽带

像道德正直、高超水准和优秀服务这些品质不能很好的量化。像收益和利润这些金融特征则能很好的量化。提升量化的结果之一就是那些因为过去所提供的服务而备受尊敬的职业工人(比如老师)现在不那么受尊敬了，原因很简单，他们的收入来源使他们拿不到可观的工资。这就让许多本来可以成为优秀教师的人转向金融或营销职业去谋发展，不是因为这样赚钱更多，而是因为这些职业给予的更高的社会地位。

同时，道德水准低得多的人，包括许多互惠基金推销员和经理、对冲基金经理和他们的宣传员、投资建议提供者，得到更多的尊敬，可能是由于他们赚的钱更多，因为他们的职位更有利于从金面包上刮金屑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20世纪50年代晚期，一个名叫凡斯·帕克德(Vance Packard)的作家写了一系列诸如《隐藏的劝诱者》(*The Hidden Persuaders*)和《浪费制造者》(*The Waste Makers*)的畅销书，写的是公司如何密谋从消费者那榨取更多的钱财。例如，在《浪费制造者》中，帕克德就描写了一家公司如何决定土豆刨皮刀染成白色，因为那样刨皮刀就更有可能跟土豆皮一起扔出去。然后消费者就将不得不再买一个新的土豆刨皮刀。

但是，投资建议和管理业务掩藏成本使之几乎看不到(除了最细心的观察者)，并过度强调好处，一跟这个比起来，可以说上面这些小把戏毕竟只是不起眼的小土豆。

例如，对冲基金的一份受欢迎的"指数"基金的内容说明书只在几乎引不了人注意的章节提及：对冲基金经理会拿到从15%到25%不等的利润(当然，如果对冲基金失败，经理不做任何偿还)。这算是拿出资产中的百分之几作为管理和对冲基金的费用，还有其他某些最近研究发现的相当大的隐形成本。正如第3章指出的那样，随着对冲基金经历的升降起伏，就像所有的风险性投资的遭遇，所有长期投资利润的大半会很轻易的被管理和对冲基金的费用吃光。

许多，无疑是大多数从事这些惯例工作的人把自己看作是21世纪商圈里的正直有道德的参与者。他们的道德准则要求他们竭尽所能去赚钱——增加他们的利润。只有法律限制他们。如果他们做了些法律不质问但却减少利润的事，他们的股民或投资者就要起诉他们。

道德准则是你遵循的商业之外的东西

结果就造成商业和道德生活的界限被奇怪的夸大了。那些赚了巨额财富的商业人士期待用他们的财富建立非盈利机构，为受压迫的人服务提供无私的资助。这样来欺骗那些容易上当的人。

在一个典型的洗刷罪恶的善行的描述中，2004年10月28日《洛杉矶时报》(*Los Angeles Times*)的作家肯尼斯·伟斯(Kenneth R. Weiss)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就写了一个退休对冲基金经理大卫·格尔波姆（David Gelbaum）的事迹，副标题是“大卫·格尔波姆避开公众默默捐了几百万美元保护加利福尼亚的荒原，教育儿童认识自然环境的重要”：

他为加利福尼亚的环境保护事业的捐款比其他任何人都多。他的捐款已经帮助保存了 1,179 平方公里的山脉和沙漠风景，这个面积相当于一个约塞米蒂国家公园。

十多年来捐款数额持续增加，包括捐给民间自然保护组织塞拉俱乐部的 1 亿多美元，这位后来成为金融天使的数学家一直捐赠时不透露姓名。作为一个有能力捐赠数百万美元的人，大卫·格尔波姆无论在外表还是在做事方式上一直保持低调。

55 岁的时候，大卫·格尔波姆从华尔街对冲基金的崇高职业中退休，跟妻子和五个孩子中的两个一起住在纽波特海滩的大房子里，有时来访者会把他误认做园丁。他开着本田混合动力轿车，穿着牛仔裤和 T 恤去参加商务会谈，在他资助的野地露营中帮助孩子们整理打扫。

根据公共记录和其它资料，他的捐款已达到至少两亿五千万美元，保存了几百英里的跨越山脉和沙漠的野生物走廊，连接了一度隔离的国家公园和荒原。土地信托专家说，这个保护交易买下的是移交给美国政府的最大的私人土地，目的只有一个：不要动它。

至于让他如此的资金来源：

他说，他的商业成功“只是运气好而已。”

过多的类似这样的故事有助于解释过去 20 到 30 年间的非盈利性事业的飞速发展。非盈利的网上商务通讯《非盈利组织领导者》（*Nonprofit Leader*）的 2004 年 1 月刊说道“在过去 5 年，非盈利组织和慈善业的就业率已经超过了政府、商业和工业。”整个联邦政府和 50 个州政府的公务员的人数总和还没有非盈利组织的员工数量多。根据《慈善年鉴》(*Chronicle of Philanthropy*)，非盈利性组织的发展令人难以置信。在 1977 年，有 739,000 个非盈利组织，员工 552 万，年筹款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1,111 亿美元。在 1999 年，非盈利组织花费近 7,850 亿美元，占整个美国国内生产总值的 8.5%。

随着巨额财富越来越集中在刮碎金的人手中，非盈利组织的预算——道德净化资金使其增加——成几何指数增长。

这是最好的向慈善事业捐款的方式吗

虽然投资顾问和经理只是因幸运而偶尔从我们身上赚走了好多钱，但至少许多钱都将流向慈善事业——这些钱是那些在职业中撒善意谎言夸大银行存款的人捐的，同时他们释放被压抑的欲望去做慈善家。知道这些会感到万分满足吗？

这当然似乎不一定是一种拐弯抹角的为无私事业做贡献的方式。不过，它确实帮助我们原谅了像乔治·索罗斯(George Soros)和朱利安·罗伯逊(Julian Robertson)这样的经理人，他们的许多投资者支付了高额的佣金却赔了本。但是他们通过把利润的相当一大部分捐给造福于民的社会事业而适当的弥补了过错。

但是它不能成为将来我们再次把钱送给投资经理人和顾问的理由，他们(我们只能希望)可能会拿其中的一部分钱用于高尚的社会使命——如果运气好，我们自己可能会赞成这些使命。

不要再把过多的钱扔给刮碎金的那些人，我们自己留着用于我们自己认为最值得的社会事业，这样不是更好吗？或者——为了我们自己着想，我们不应该怀有比巨富更深的内疚感？

因为刮碎金的那些人行善多多，我们检举告发他们。例如，我最近正在浏览一个非盈利组织的网页，这个组织业绩很出色。它的网页上有两三个显示他们资金来源的图标。其中一个就是我在本书中以批评的口吻未点名提及的一家经纪公司。

我特别后悔在书中我残忍的说了这家公司和与它类似的竞争者的坏话。正是有他们的资助，一个可敬的有着崇高道德目标和有效的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法的非盈利组织才得以存在。

从某个角度说，经纪公司就是作为一个慈善捐款的筹集者和再分配者。但是，每个给慈善组织捐款的人都知道，必须仔细审视接受者的间接费用分配率。如果接受资金的组织用捐款的 90% 给全体雇员发高薪，这就不是一个好交易。你的捐款只有 10%用于这个非盈利组织的慈善活动，而剩下的就肥了全体雇员。

就经纪公司和其它无数类似的机构而言，不到 10%的资金帮助非盈利机构运作，90%多的捐款——特别地、可观地——使资金筹集者富裕起来。因此，通过一家那样的公司捐款就没什么意义，不管它怎么努力让它的名字变得完美。

如果使用投资咨询和管理公司来当你慈善捐款的有漏洞的导管不是你的本意；如果只是能使衣着光鲜的人们过上尊贵的生活不是你的本意——那么你必须问问你自己，你给他们的佣金是否给你自己带来了收益，至少要与佣金持平。毫不含糊，答案是没有。

总结

投资顾问和投资经理人（只有很少的，低成本的例外）不提供任何接近成本的收益的原因可以用几个句子总结。

首先，平均看来，这些服务提供者提供的投资不会比在你不要他们帮助的情况下为你赚的钱多——即使你没有任何的“专业知识”。

其次，你不能事先确定哪一个可控制投资工具将在平均水平以上，哪一个将在平均水平以下——其他任何人也不能。

这些是像吸烟致癌一样不可否认的统计事实。轶事趣闻式的证据——经过一段时间累积了很多收益的互惠基金或对冲基金的个别情况——不会使统计证据无效。个别的烟瘾大的人不患癌症的事例不能使吸烟致癌的证据无效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你能预测什么

唯一能被预测的就是佣金和税收。佣金和税收可能非常非常高：他们可以被预测；而且有谁只要随便试试，它们就能减少很多。想预测其他任何东西的努力注定是白费。

那就是统计事实所证明的。

正如我试图弄清楚的，它不仅仅是统计证据的问题。不，有充分的使人信服的理由说明为什么不值得花那么多，如果有的话，去打败市场。同样的理由说明为什么不值得，如果有的话，花钱雇一个专家顾问来帮你买一台大批量生产的个人电脑时省点钱。专家已经使得个人电脑的价格反映了他们的价值。可以从报纸、杂志、网络和电视上参考专家的意见。电脑价格本身就可以说明专家的意见。在专家和广大消费者看来，价格较高的电脑拥有更好的性能、更快的速度，更高的可信度和更好的技术支持，或这些优点全部拥有。价格较低的电脑在这些优点上就逊色了。你无需花钱找专家就知道那些。

专家们正煽动你

在你不断看到听到的所有专家意见中，若是下面这些情况又怎么样呢？你阅读冗长的、常常过于激动的金融报刊；观看电视上的金融报导；找出（或者被淹没）杂志上关于投资服务的广告和推销员的花言巧语、电视广告，还有口头的推荐、冷漠的电话，你也可能收到邀请参加晚宴，晚宴上有顾问发起的“投资论坛”或者关于“退休规划”的讨论。

也许有点难以相信，这一切都无足轻重。“专家”所说的也许听上去很有见识。他们也许会谈及网络泡沫，但当股市真的在“冒泡”的时候，他们仍然推荐要破裂的高科技互惠基金。他们会说资产分配对投资组合运行有多重要，但是他们不会说除了仅仅投资市场的一个截面，再无法更好的配置资产。他们会说属于某一投资风格的股票群将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要上涨或根据历史事实已经上涨了，但是他们不会告诉你最近或历史上发生了什么与将来会发生什么没有关系。他们还会说些我们想都没想过的东西，因为他们发现这样的花言巧语很有效果。你可以全都不理会——一点有用的东西也没有。

对冲基金的高谈阔论

受过高等教育的阔佬们提供和管理新的高级的对冲基金怎么样呢？受过高等教育的阔佬们投资这些对冲基金怎么样呢？他们没有真正先进的公式和数学技巧吗？他们说的没有真实性吗？

例如，我们从诺贝尔获奖发展史知道，拥有相互关联性低的投资很好。我们再次从诺贝尔获奖理论知道只有高风险才能带来更高的回报。

因此对冲基金的高谈阔论是，他们能利用与市场的低关联性使你拥有非市场风险。他们说一个普通的互惠基金或股票投资组合不会给你带来这些风险，但是对冲基金则可以。但是他们忘了讲诺贝尔获奖理论没有说只冒险就能有更好的回报。这些理论运用一种特定的风险——你投资（直接买入）风险性公司而冒的那种险。

如果你在水池上投资部分资产下注会有多少人第二年从悬浮桥上跳下去，这就是一个风险性投资，结果与市场的相关性也很低（如约翰·肯尼思·加尔布雷思（John Kenneth Galbraith）指出的那样——虽然谣言四起——1929 年市场崩溃的那一天华尔街没有一个人真的跳楼）。

这是否就意味着投资下注有多少人跳楼将对你的投资组合有好处？没有好处。冒市场相关性低的风险本身不是目的。诺贝尔获奖理论说你只有多样化投资风险才能带来报酬，而这种风险是与有利润或付利息的投资活动相关联的。通过类推的方法把它运用到投资风险的其他所有形式是对这条理论严重的误用。

对冲基金的高谈阔论因此都是瞎扯。这个高谈阔论是为安抚 2000 年到 2002 年的股票和共同基金下跌引发的投资者的忧虑。投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专业人员察觉了一个推销花言巧语的绝好市场机会，一把抓住并利用，并适时的发展——跟投资管理和建议销售专业人员的习惯一样——一个听上去很高明的专业词汇沙拉的主要部分。

对冲基金现象是一个比它被卖出去要医治的疾病更糟糕的专利药物治疗法——也就是说，股本共同基金的涨跌不可预测。它更糟糕就是因为它的佣金更加高昂——在大多数情况下高的多得多。

统计花招

“专利贸易体系”，“专利预测模型”，以及其他像这样的事物，那又怎么样呢？——总是专利的，就不可能对它们进行检查——这些不断被声称的专利真的就能带来高于市场平均水平的回报吗？

它们只是历史数据最终承认的模式——经过无数次的失败的折磨，直到建立过去起作用的某一体系或模型。它们就像有人发现的“防癌”的富玛利亚牌香烟(吸这种的烟的人比不吸烟的人患癌的几率低)：彻底地颠覆数据的结果——不断的尝试再尝试，得出你愿意宣传的数字，直到你成功——但是毫无意义和预言性。

假如他们足够地努力，投入时间足够长，任何人都能找到某一以前曾带来巨大回报的股票市场策略。这不是说策略后面有什么理据。这也不意味它将来会继续带来巨大的回报。

在这本书中我已经回答了这个很明显的问题：“然后你怎么做？”你必须有一种监控和选择投资的方法。不能无计划的去投资。你不能没有量化、没有权衡、没有文件证明、没有表现应有的勤奋就选择投资。我们现在有的方法可能不是完美的，但它是我们所有方法里面最好的。

现在我将用新的“投资十诫”总结这些十分简单的规则，这些规则能让你——不管你是个人投资者，还是机构投资者；也不管你是富有的投资者，还是用着一个401计划的中下阶层的投资者——挣回你也许曾经浪费在虚假专业指导上的大量财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结论

聪明投资“新十诫”

聪明投资“新十诫”总结了这本书的内容，告诉你必须知道的如何做一名聪明投资者的一切。

我将首先说明“新十诫”，然后一个个的解释，扼要重述本书中已经讲过的内容，并增加些额外信息。

聪明投资“新十诫”

1. 遵守聚财策略，而不是赌财策略；
2. 停止寻找圣杯——放弃打败市场的无效探索；
3. 停止相信过去的投资表现预测未来表现；
4. 不要被投资经理人和顾问的虚伪说法欺骗；
5. 解雇要价比实际费用高的经理人和顾问；
6. 不要花钱请任何人为你选股票，成本和风险都没有回报；
7. 像躲避瘟疫般避开对冲基金；
8. 了解投资的风险，只冒你能承担起的险；
9. 保持尽可能低的佣金和税金，它们会吞食你的投资收益；
10. 只投资真正低成本的指数基金。

这些戒律自然地分成三类：

- 戒律 1 是基本前提：你投资是为了积聚财富，而不是为了赌博。
- 戒律 2~7 告诉你如何避免浪费大把的赌钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 戒律 8~10 告诉你如何通过非赌博投资积聚财富。

基本前提：你是在积聚财富，而不是在赌博

戒律1：遵守聚财策略，而不是赌财策略

如我已经说过的那样，大多数的投资顾问试图卖给你两条策略：一条是可靠的股票和债券市场多样投资聚财策略；第二条是覆盖在第一条上的赌博策略，投资者不要期待有什么回报——但是顾问和经理人们拿到的报酬很丰厚。

你自己就可以轻松的执行这条聚财策略，因此永远不要买进赌财策略。

如何避免浪费大把的赌钱

戒律2：停止寻找圣杯——放弃打败市场的无效探索

打败市场的探索努力是你要付出很大代价的赌财策略。如果你认为你必须努力打败市场，那么你就去做，自己可以挑一些你信任的股票；永远不要花钱请人帮你做。而且你要确定你的投资组合足够多样分散，这样的话，假如你的选择结果是错误的话，你将仍拥有一份广阔的市场投资基础支持你。

戒律3：不再相信过去的投资表现预测未来表现

绝对没有任何理由相信过去的投资结果将帮助你预测未来投资表现。你对任何共同基金的表现、投资经理人或者单个股票去年、3 年前、5 年前或 10 年前的分析，都是在浪费时间。它不能告诉你未来会发生什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戒律4：不要被投资经理人和顾问的虚伪说法欺骗

几乎所有投资经理人和顾问提供给你的“专业知识”都是错误的。不要听信他们。

戒律5：解雇要价比实际费用高的经理人和顾问

因为顾问和经理人有很少的东西，如果有的话，能提供给你，就没有理由付给他们比实际所需花费更多的钱。你只需付最基本的钱，做法是你投资成本最低的、最多样分散的投资工具，比如指数基金——实际上，这些是你能得到的最“高明”的投资。

戒律6：不要花钱请任何人为你选股票，成本和风险都没有回报

如果你花钱情人为你选股票，你不仅花的钱没有任何收益，而且你还要承担额外风险。因为你偏离了最理想的市场股票横截面，这样你只有很少的报偿或没有任何期待中的报偿。

戒律7：像躲避瘟疫般避开对冲基金

对冲基金是世界上最昂贵的骗局，根本不必考虑。

如何通过非赌博投资积聚财富

戒律8：了解投资的风险，只冒你能承担的险

你必须选择你能承担起的风险——没有人能为你做这个。你可以找另一个人试探意见。他可以当个回响板，但他或她无法告诉你怎么去做。

你可以通过在股本投资的多样化投资组合和低成本投资组合的比例混合中挑选你要冒的风险，比如，中期或短期债券或货币市场基金。

你可以从 100%的债券到 100%的股本中选择任何东西。你甚至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以超越这个选择一个杠杆投资组合，在这个组合里你可以借款，将超过你的100%的全部资产投入股本投资组合。

这个决定取决于三个因素：

- 投资范围的年限——就是说，平均看来，到你提取基金有多少年。
- 在增长率低的情况(意味着固定收入高保证)，你是否觉得你会拥有你所需要的那么多；或者你是否需要更高的增长率来实现你的目标(意味着更高的股本保证)。
- 你的资产价值浮动让你有多少踏实自在感。如果浮动很大，你依然自在，相信不会恐慌，这意味着更高的股本保证(如果你的投资范围足够长)；如果大的浮动让你不舒服，这意味着更高的固定收入保证。

几个共同基金公司已经开始提供"生活周期"基金，改变他们在股票和债券上的分配额，这种分配变化取决于到投资者退休有多长时间。后面的表格总结了三家基金公司：教师保险金及年金协会和大学退休人员股票基金、先锋投资和富达投资的分配信息。

这些分配可以起到合理指导的作用，但是它们只说明了上面列出的三个因素的第一个。如果你面对市场浮动不太自在，或者你认为即使资产增长率相对较低，你将来也能有足够的钱，那么你的股本保证就可能低点。但是如果你面对市场浮动自在依然，并且相信它们不会影响你在计划面前动摇，或者，如果觉得你需要比相对低的资产增长率更高的增长率来实现你的目标，你可能希望增加股本分配额。

许多免费网站提供额外信息，可以帮助你做股票和固定收入分配额的风险决定。例如，如果你觉得你需要它来帮助你做股票-债券分配决定的话，表格里列出的三家互惠基金公司的网站提供了不错的信息。

有时，以历史上各种回报率发生的频率为基础，提供的信息采用长期和短期回报率的概率的形式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举例说，假定你试图在50%和100%的股本间做决定。假定你已经决定了你的选择取决于你得到至少8%的回报有多大可能性，而且无论哪一年损失率超过10%的可能性很小。

这个表格表明用50%的股本，你只有30%得到8%回报的机会。但是用100%的股本，你就有57%的机会。但是，用100%的股票来提高获得8%回报的概率必须承担让人不安的浮动的更大风险。

用100%的股票，每年你的投资组合损失10%以上就有23%的可能。如果你的投资组合是50%的股票和50%的债券，那么风险就只有5%。

股本（%）	预期长期回报	概率（%）长期（20年）回报将达8%	概率（%）无论哪一年短期（1年）回报将达-10%
50	7	30	5
100	9	57	23

教师保险金及年金协会和大学退休人员股票基金、先锋投资和富达投资的生命周期投资分配：

距离退休的年数	大致投资年限	教师保险金及年金协会和大学退休人员股票基金		先锋投资		富达投资	
		股本（%）	固定收入（%）	股本（%）	固定收入（%）	股本（%）	固定收入（%）
-10	0	—	—			20	80
-5	5	—	—			28	72
0	10	35	65	35	65	50	50
5	15	50	50	—	—	50	50
10	20	55	45	53	47	59	41
15	25	60	40	—	—	70	30
20	30	65	35	64	36	72	28
25	35	70	30	—	—	82	18
30	40	75	25	80	20	83	17
35	45	80	20	—	—	85	15
40	50	—	—	90	10	88	12
45	55	—	—			90	10

注：摘自 TIAA-CREF.org、vanguard.com 和 Fidelity.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你自己就可以考虑这些信息对你的投资组合和风险决定给你的启发。这个信息能帮你决定更高层次的股本投资带来的收益是否值得去冒险。

但是，注意，如果你认为你目睹一名顾问帮你做决定，你心里才更舒服的话，你一定要特别小心佣金。典型的顾问给你的建议结果，会每年花掉你 2%的资金或者更多。

从表格的"预期长期回报"那一栏可以看到，这个数量要比 100%股本投资组合的收益和 50%股本投资组合的收益间的差额还多。换句话说，这种帮助给你的好处将还不够被佣金抵消掉的。

戒律9：保持尽可能低的佣金和税金，它们会吞噬你的投资收益

在第 4 章结尾我已经说明了这一点有多正确。这里我将再次扼要的做下分析。

在第 4 章结尾我让你们细想一下两名投资者，约翰和玛丽。他们两人都要投资 25 万美元。

玛丽决定把 80%的钱投到多样分散的指数基金。她把剩下的 20%投到了低风险短期基金。

约翰则去找了一个投资顾问，结果他承担了由此产生的额外的佣金和税金。

我的结论是 30 年后玛丽将很可能比约翰多出 1,200 万美元——钱数大约比他多出 137%。

简言之，这就是佣金和税金对你的投资组合造成的破坏。

戒律10：只投资真正低成本的指数基金

真实的指数基金反映了证券在整个市场中的情况（指数基金这个术语中包含交易所交易基金）。如果公司甲的已发行股票价值是公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司乙的10倍，那么一个真实的资本加权指数基金在公司甲的股票里拥有的资金将是公司乙的股票的10倍。从理论上说，这不仅是最理想的多样化的方法，而且也意味着你不必经常买卖股票以保持你的指数权重。但它却不适用于在每个证券里都包含等值的1美元的均等加权指数基金。这些基金必须经常重新加权以遵守它们的均等加权规定，这个过程也带来了不少收益税金和佣金。

当你能买到已经包含所有市场段的最丰富的市场指数基金的时候，就没有理由再购买代表不同市场段的几个指数基金。分开买下所有的市场段不能增加你投资组合的多样性，而一个单个的整体市场指数基金就可以，所有的市场段已经包裹在里面了。

但是，你可能想买单独的指数基金代表美国国内股票市场，国际（非美国）股票市场和流动的房地产市场。非美国市场要比美国市场大。因此，丰富的多样性建议一个倾向非美国市场的配合，比如，美国市场的指数基金买40%，国际市场的买50%，REITS买10%。但是许多美国投资者都偏好美国国内股票。对他们来说，股本投资组合中一个合理的分配可能是60%的美国国内指数基金、30%的非美国指数基金和10%的REITS。目标就是达到比只投资美国国内股票基金更大的多样性。

真正丰富多样、低成本的美国国内市场股票基金的佣金在0.1%左右，当然不会超过大约0.2%。丰富多样的国际（即非美国）基金的佣金可能在0.2%或0.3%左右。如果一个基金收费比这高，就不是一个真正低成本的指数基金。

你要做的就这么多——没有其他的了。如果你为你接受的任何其他咨询和帮助正常付费，一段时间后你的投资组合就会被消耗，比它给你带来的收益要大得多。

我希望这本书能为一场大规模的信息运动做出卓越的贡献，最终一劳永逸地揭露投资咨询和管理服务向消费者撒的弥天大谎，他们谎称，消费者通常情愿被骗，甚至还兴高采烈地予以配合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

术语表

12b-1 费用(12b-1 fee)

作为某些共同基金的部分开销向顾客收取的年费，包含了基金的营销费用。这种费用的一部分经常被移交给向顾客推荐这一基金的顾问，结果导致利益冲突——顾问就有了推荐能使他们拿到移交费用的动力。

参见 http://www.sec.gov/answers.shtml，点击"12b-1 费用"获得更多信息。

401(k) 计划 (401(k) plan)

雇员退休福利计划。这个计划的参与者贡献一定的税前资金(可能要达到一定的比例与雇主的要求相匹配)，在计划提供的投资中进行选择。

403(b)计划(403(b)plan)

参见 401(k) 计划。与 401(k) 计划相似，但只提供给教育和非盈利机构的雇员。

合格投资者(Accredited investor)

拥有净资产至少一百万美元的个人或机构，或者过去两年中每年的收入至少是 20 万美元(或者是 30 万美元的联合收入)。

积极管理(Active management)

投资经理挑选股票(或者是债券基金中的债券)努力打败市场。

阿尔法(Alpha)

投资经理进行风险调整后打败市场平均金额的百分率。

异常现象(Anomalies)

过去本来应该成功打败股市的投资模式。

套利(Arbitrage)

通过产品的价格差异来获取利润的行为——例如，一个州买一辆汽车，然后开到另外一个能以更高价格卖出的州。

资产配置(Asset allocation)

一种投资比例，总共是 100%，一份投资组合可以按此比例在主要的资产类别中进行分配，如国内股票、国外股票，债券和房地产。

资产负债模型(Asset-liability models)

主要关于退休基金；基金未来负债的概率模型——也就是支付未来退休金的义务金额——与基金的未来资产相比。

资产(投资资产)(Asset, investment assets)

个人或一个实体的资产是个人或实体财产的总净值。投资资产是总资产中能用于诸如股票和债券的流动资产的那部分。

回填乖离率(Backfill bias)

前些年被引入投资基金表现数据库的数据库乖离率。当时一种新的基金已经决定它过去的表现数据好到可以推广宣传后，基金连同它的以前的数据自愿加入。

回测(Backtest)

用过去一段时间的股票(或债券)市场数据对一种投资策略进行模拟，看它在那段时间的应有的投资表现。

基点(Basis point)

百分之零点零一，(0.01%)。

行为经济学(Behavioral economics)

人们在经济行为中非理性行事的理论。

行为金融学(Behavioral finace)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者非理性投资的理论。

贝塔(Beta)

某种类型(如国内股票)的风险性证券组合被有效控制的程度——即这种组合所带风险比这一类别中所有证券的资本加权平均数更大(或更小)的范围。(如果风险和加权平均数一样,贝塔等于1)。

乖离率(Bias)

一个总体中的统计样本不能从整体上代表全体的趋势。例如,对冲基金的数据库不能代表所有对冲基金总体,因为数据库只包含那些主动上报的数据(参见自我选择乖离率)。

二项式模拟法(Binomial simulation)

用投掷硬币的方法模拟一任意过程。当投掷数非常大,并且两者间隔时间很短,二项式模拟与蒙特卡洛模拟法等同。

BS 公式(Black-Scholes formula)

潜在的安全标准差特定,计算看跌或看涨期权理论价格的公式。

债券(Bond)

证券的一种形式,债券投资者出具的资金按一定利率定期支付利息并偿还本金(通常利息每半年支付,本金到期支付)。

经纪公司(Brokerage)

得到许可买卖证券的公司,不过大的经纪公司也行使其它的许多职能。

布朗运动(Brownian motion)

一种随着时间无规则变化的过程,如证券价格运动所经常展示的模式(参见随机游走模型;两者不同在于,布朗运动是持续进行的,而随机游走发生在具体的每一步中)。

买入并持有(Buy-and-hold)

是一种投资者在挑选股票并以预期价位买入后不顾及短期市场波动和技术调整而长期持有的被动投资策略。

看涨期权(Call option)

在一个特定时期(在规定期限内)以某一固定价格(行权价)购进某一特定证券的权利。参见期权。

资本资产定价模型(Capital asset pricing model)

由诺贝尔得主威廉·夏普等经济学家提出的一种理论模型,它表明某一种证券(或证券组合)的期望收益与该种证券(或组合)的贝塔系数线性正相关,即与跟整个市场相关联的证券(或组合)的波动部分正相关。

资本收益(Capital gains)

一种证券(或证券组合)一段时间后的价格增长。如果这一证券(或多种证券)卖出后,从而在应纳税的组合中产生了税负债,便可实现资本收益。如果这一证券(或多种证券)未售出,收益便不能实现。

资本化(Capitalization)

一家上市公司的由每一股票价格累计的已发行股票总数;一种估计一家上市公司的规模或总价值的方法(即该公司全部有价证券的总值)。

资本加权(Capitalization weighting)

指一个组合或市场指数(即假想组合)的证券的加权。如果组合中每种证券的权与市场中它的已发行股票的总值成正比。(参见等权平均)。

CAMP

参见资本资产定价模型。

佣金(Commissions)

交纳给经纪人进行买卖活动的费用。

商品(Commodities)

诸如谷物、金属、食品的散装货物和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国国内外货币的贸易，由美国商品期货交易委员会(CFTC)调控和监管。

相关(系数)(Correlation(coefficient))

变量之间两个变量同方向或反方向变化的相关程度的统计指标。相关(系数)的取值介于1(以密集连锁的步伐同方向变化)和-1(以密集连锁的步伐反方向变化)之间。

协方差(Covariance)

协方差与相关系数成正比，但取值不在1和-1之间。

CPA

注册会计师。

信贷人寿保险(Credit life insurance)

当借款者死亡时，此保险还清抵押或分期支付的贷款；经常价格奇高。

外汇风险(Currency risk)

两种货币的相对价值变化的可能性。当利用合约在未来某一时间进行贸易或用外国货币收付款时，就有了风险。

数据挖掘(Data mining)

未受过训练的、重复研究数据试图找出历史数据中模式的做法。危险是它会发现只是单纯结果的模式，不能说明固有的原因或设计，对预测将来的模式没有价值。

日贸易(Day trading)

单个股票在一天内频繁买卖的做法。日贸易从整体上讲是一种亏本的策略，因为即使佣金很低，它仍会造成很高的佣金成本。

债务(Debt)

投资者所借出的数额或投资在债券或其它固定收入的数额。对借款人来说(如一家公司)，它是通过发行债券或其他固定收入的方式所筹措的资金，与通过卖股票而获得的股本资金相反。

债务/股本比率(Debt/equity ratio)

对一个公司来说，通过发行诸如债券或其他固定收入的债务而获得的公司资本价值与通过发行股票而获得的那部分资本价值的比率。

固定养老金受益计划 (Defined-benefit pension plan)

为退休人员的福利而制定的公司退休计划，退休职工将来的收益是固定的，公司有义务拿出足够的钱给这个退休计划以保证那些固定的福利将来得以兑现。

固定供款退休金计划(Defined-contribution pension plan)

雇主和雇员的供款固定的公司退休计划，将来退休人员的获得的退休金总额是不知道的，但通过投资方式雇主和雇员双方的供款增长是知道的。

衍生产品(Derivative)

任何一种证券或金融合约义务，其价值取决于另一种证券的价值。主要的衍生产品有期权、期货和二者的结合。

定向经纪业务(Directed brokerage)

由经纪公司提供的针对零散服务的支付方法，如市场研究，以协议的形式使用那家经纪公司某些服务进行支付，也称作非金钱佣金。

贴现经纪人(Discount broker)

与完全服务的机构经纪人相反，贴现经纪人不提供建议或研究，只是进行顾客指定的证券贸易，比完全服务的机构经纪人收取的佣金要低。

贴现率(Discount rate)

即将未来价值按照这个一定的年百分比扣减折成现值。例如，如果贴现率是5%，那么一年后1.05美元就是现在的1美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多样化(Diversification)

通过在多种证券中投资,以便降低投资组合的价值浮动或"波动"带来的风险。可以通过所有市场证券的资本加权组合实现最大程度的多样化。

股息(Dividends)

公司分配给股东作为其对公司投资的利润。

美元成本平均法(Dollar-cost average)

持续几年以固定金额美元购买证券的方法。一方面,如果它是为了让储户自律以定期投资而不是把所有的收入用于消费,那么它有利于积累财富。另一方面,如果它是一种通过持有部分投资资产并把发散撒到市场,而不是一次全投资完,以期从股市赚取分更多,那它就是一条损害财富增长的坏建议。

DOW(道-琼斯工商业股票平均价格指数)

由道-琼斯公司根据股票价格编制的30家大公司股票价格的综合指数。

利润(Earnings)

公司的经营利润;成本和支出被扣除后的公司收入。

效率限界(Efficient frontier)

投资收益和风险图(标准差测量)上的理论曲线,用每一水平层次的风险的最高期待收益代表投资组合(用马克威治的平均数-方差优化方法计算)。

效率市场理论(Efficient market theory)

市场有效率的定价证券的理论——即市场价格反映所有的可用信息。

捐赠基金(Endowment funds)

诸如大学和基金会这些非盈利组织所拥有的机构投资基金。

等权平均(Equal weighting)

指一个组合或市场指数(即假想组合)的证券的加权。如果组合中每种证券的权都相同——即如果组合拥有的每一证券都等值,那么这一组合或指数便是等权平均。

股本(Equity)

一种证券形式,投资者拿出公司一定比例的所有权进行投资。因此,投资者提供给公司的资本最终被偿还股息,这个股息是公司利润的一部分,或者是在未来某一时间出售投资者的所有权而获得的。与传统的固定的给投资者的支出相比,对股本投资者的支出有变动性和不确定性。

股本挂钩合约(Equity-linked contracts)

一种投资合约形式,一种证券和期权以某种方式联合以便使投资者获得股本挂钩收益(即,如果潜在股本证券增值,投资者的投资值也上升),在一定的时间段内,投资者也得能保证得到特定的最小收益。

ETF

参见外汇贸易基金。

外汇贸易基金(Exchange-traded fund)

一种其构成方式使其与证券相似的共同基金(通常是指数基金)。它可以在任何时间买卖,不像那种一天只能交易一次的共同基金。在某些情况下,外汇贸易基金的成本可能要低于普通的共同基金。

开支比率(Expense ratio)

共同基金年开支(贸易成本和认购费或赎回费除外)与基金价值的比。

大尾巴现象(Fat tails)

证券价格变化展示更多极端事件的趋势,比根据大数目法则估计的多,或者比根据价格变化遵循数学正态分布的假设(即钟形曲线)预期的极端事件多。

金融计划者(Financial planner)

向个人提供投资或个人财务方方面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面建议的顾问，如税收、保险和地产规划。参见 http://www.sec.gov/answers/finlan.html.

固定收入(Fixed income)

提供固定或稳定支出以回报最初投资的证券。

完全服务的机构经纪人 (Full-service broker)

提供投资研究和建议，还有证券买卖服务的经纪人。

基金中的基金(Fund of funds)

一种投资者可以选择的把它的资产在其他基金中进行配置的基金，由于选择和把所有的基金包装成一种基金的服务，会增加额外的费用。

期货(Futures)

在未来某一时间以某种特定价格购买商品的合约。例如，一份欧元期货可能是一个用 1300 美元买 6 个月后的 1000 欧元的合约，不考虑那时真实的汇率。期货经常被用来对冲风险以防止将来由于浮动的汇率造成的可能的损失。

收益(Gains)

参见资本收益

美国政府抵押协会(GNMAs)

美国政府抵押协会提供的固定收入证券。美国政府抵押协会是一个捆绑低成本住房抵押，再重新向买主发行的准政府实体，因此被称为 GNMAs。

增值股票(Growth stocks)

公司内希望有高增长率、将来获得高利润的股票，因此拥有很多的价格-利润比率和价格-面值比率。

对冲基金(Hedge funds)

任何类似共同基金的无规或相对无规的汇集基金，因为它们的投资者的类型和人数有限(参见合格投资者)，因此他们被认为是很"精明"，不需政府监管。参见 http://www.sec.gov/answers/hedge.htm.

套期保值(对冲买卖)(Hedging)

用证券或者(更普遍)衍生证券来保证证券组合免受价格浮动造成的损失的做法(例如，参见期货)。一些对冲基金使用套期保值，一些不用。

高水位线(High-water mark)

在价格降低之前，投资组合的最高价格；经常用于对冲基金绩效费用的计算，以便在投资组合未高于以前的高水位前拒绝当下经理所要的绩效费用。

诱因费用(Incentive fee)

参见绩效诱因费用。

指数基金(Index fund)

一种按照证券价格指数编制原理构建投资组合，进行证券投资的一种基金，不考虑拥有股票的公司的目前或过去的特点。真正的股票基金的开支比率十分低，因为他们不花钱请任何人分析和选择要投资的证券。

机构投资者(Institutional investors)

投资者是实体，像公司退休基金或非盈利组织捐赠基金。

机构(Institutions)

参见机构投资者。

投资顾问(Institutional advisors)

一个投资顾问是为个人在股票、债券或共同基金投资中提供量身定做建议而获得补偿的人。参见:http://www.sec.gov/answers/invadv.htm。

投资资产(Investment assets)

参见资产。

投资经理(Investment managers)

为客户选择或投资证券组合的公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(也叫资金经理)。能是共同基金经理或管理独立账户的经理,为诸如机构投资者或高净值个人投资者这样的客户服务。投资顾问和咨询员经常(当然为了费用)为投资者选择和推荐投资经理。投资管理公司在所有行业中是属于盈利最多、盈利最持续的公司——虽然事实上它们打不败一个简单的、成本极低的买入—持有投资组合。同样地,投资顾问和咨询员也没有能力选择和推荐能胜出那个简单的买入—持有策略的投资经理。

投资绩效(Investment performance)

一般指一份投资的风险调整后的回报率。

伊藤清定理(Itô's lemma)

用另一个随机过程的变化来描述它所决定的一个随机过程中利润率的变化的一个数学公式。这样,只要在一个金融衍生产品所决定的潜在证券变化已知,这个公式就能描述这个产品价格中利润率的变化。

峭度(Kurtosis)

描述呈"大尾巴现象"的概率分布范围的统计方法——即极端分离物发生的范围。

杠杆作用(Leverage)

通过借款筹措投资的范围。

生命周期基金(Life cycle funds)

随着投资者年龄增长改变他们的资产配置的共同基金,一般是投资者年轻时,股票投资的比例较高;当投资者年长,股票投资比例较低。

流动性(Liquidity)

一种证券可以不费力、及时出售。

费用(Load)

买卖一种共同基金的以前的费用,或者认购费或者是赎回费。

平均市价(Market average)

一种包含所有可买卖股票的假想证券组合或所有可买卖股票的某一子集(如美国国内股票)的投资绩效,通常是资本加权,但有时也等值加权或用每股股票价格加权(像道-琼斯工商业股票平均价格指数)。

平均数-方差分析

(Mean-variance analysis)

由哈里·马柯维茨提出的优化演算法。在这种演算法中,证券组合中的证券(或资产种类)权数以某种方式导出从而使组合的预期收益在阶段收益的既定方差(或标准差)水平上得以最大化。

现代投资组合理论

(Modern portfolio theory)

投资数学理论的主体,一般包括马柯维茨的平均数-方差分析、夏普等人的资本资产定计模型,经常还包括BS期权定价模型。缩写为MPT。

资金经理(Money managers)

参见投资经理。

蒙特卡洛模拟法

(Monte Carlo simulation)

一种在电脑上通过生成(假的)随机数字模拟随机游走,从而模拟证券或市场价格走向的方法。蒙特卡洛模拟法经常被用来探索投资未来结果的可能性,如用于资产负债研究。

MPT

参见现代投资组合理论。

共同基金(Mutual fund)

共同基金是一个公司汇集许多投资者的资金并把它们投资在股票、债券和短期资金市场工具中。(参见:http://www.sec.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

gov/answers/mutfund.htm）

机会成本(Opportunity cost)

通过选择不利用赚取利润的机会而采取其它措施所放弃的收益。

期权(Option)

期权是指在未来一定时期可以买卖的权力，是买方向卖方支付一定数量的金额（指权利金）后拥有的在未来一段时间内（指美式期权）或未来某一特定日期（指欧式期权）以事先规定好的价格（指履约价格）向卖方购买（指看涨期权）或出售（指看跌期权）一定数量的特定标的物的权力，但不负有必须买进或卖出的义务。

消极管理(Passive management)

根据规定组合构成的一个公式进行证券投资组合的做法，不考虑提供证券的公司的特点；与积极管理相反，积极管理以发行证券的公司的特点为基础试图挑选证券。

退休基金(pension funds)

由致力于退休给养和其他职工福利的公司赞助的基金。

绩效费用(performance fee)

参见绩效诱因费用。

绩效诱因费用(Performance incentive fee)

付给投机经理的费用，其值取决于一段时间（通常为一年）的利润率。一个常见的绩效诱因费用是收益的20%。"不对称"绩效诱因费用（收益时索要，但损失时不退还的费用）不允许用于共同基金，但可以用于对冲基金。

持久化(Persistence)

历史绩效高于或低于市场平均值的趋势持续到将来。在投资绩效中还未发现持久化的明显的证据。

庞氏骗局(Ponzi scheme)

一种投资手段，用后来投资者的钱作为快速盈利付给最初投资者以诱使更多人上当。但是这种手段本身不产生固有的收益（或者收益不足以保证支出）。也叫金字塔骗局，它要求新的投资者成几何指数增长以防止陷入破产的崩溃状态。

投资组合保险(Portfolio insurance)

确保或试图确保证券组合不会在特定时间段比特定金额损失更多的众多方法中的一种。最简单的例子就买标准普尔指数为500的看涨期权来确保标准普尔指数为500的指数基金。

投资组合优化(Portfolio optimization)

参见平均数-方差分析。

净现值公式(Present value ratio)

净现值是指特定方案未来现金流入的现值与未来现金流出的现值之间的差额。现值公式就是利用某一合适时段的折现率把未来现金流量转为当期的公式。

价格/利润比率(Price/earning ratio)

每股股票价格与每股利润的比率；依照计算的利润的时间段和利润的定义会有所不同。

委托代理理论(Principal-agent theory)

当一个公司或一批资金的委托人或所有者把公司的管理委托给与委托人利益不一致的代理人时所产生的行为理论。

看跌期权(Put option)

在未来一个特定时期（在规定期限内）以某一固定价格（行权价）卖出某一特定证券的权利。参见期权。

随机游走(Random walk)

一种随着时间无规则变化的过程，如证券价格走向所经常展示的模式（参见布朗运动；两者不同在于，布朗运动是持续进行的，而随机游走发生在具体的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每一步中）。

投资利润率(Rate of return on investement)

只是由于资产价值的内部增长引起的投资资产的百分比的增加，不包括由外部因素导致的额外基金。

理性(Rationality)

一个用来描述投资者特点的模糊术语，经常被解释为：最低限度地，投资者更喜欢更高的投资利润率而不是更低的，更倾向于较低风险而不是更高的风险。

房地产投资信托基金

(Real estate investment trusts)

在不同种类的房地产或与房地产相关的资产中投资的实体，投资领域包括购物中心、办公大楼、酒店和由房地产保证的抵押。（参见 http://www.sec.gov/answers/reits.htm）

回归分析(Regression analysis)

是最简单的统计方法，在初级数学课上也被称为最小平方拟合。回归分析假设几个变量 $V_0, V_1 \cdots\cdots$ 符合一个形式为" V_0=常量 a_1V_1+常量 $a_2V_2+\cdots\cdots$" 的线性方程式。然后它通过 an 估计常量 a_1，来研究这个线性关系是否强。

接近平均数的回归

(Regression toward the mean)

一个曲折随意的变量最终变化接近它的平均值的趋势。

REITS

参见房地产投资信托基金。

利润(Return)

参见投资利润率。

资产评估(Risk assessment)

投资顾问经常利用的常规程序，用一份简单的问卷根据这位客户能够或愿意承担多少风险给投资者——客户归类。

风险调整绩效 (Risk-adjusted performance)

为投资风险而调整投资利润率。例如，如果通过借入 100 美元把 100 美元的投资风险控制在 2:1，这样就有 200 美元的投资，最初的 100 美元利润是 10%，它的风险调整利润由于 2 的因子因此降到了 5%的风险投资绩效。几种方法已经提出来用以表示风险投资绩效。

风险溢价(Risk premium)

相对于无风险报酬而言的，比如美国国库票据。它是风险性投资预期年利润率的增加。

S&P 500

参见 标准普尔指数 500

科学主义(Scientism)

社会科学中不恰当的模仿物理科学的方法，或者"把我们处理自然现象时所形成的思维习惯错误的迁移到社会现象中"（弗里德里希·哈耶克）。

证券(Security)

在投资中，一份表明未来收到的用以交换资本投资的可能的现金流量所有权的合约或文件；通常是股票或债券。

自我选择乖离率(Self-selection bias)

数据库中所含数据是由于那些上报数据的人的有意识选择性造成的，鉴于这一事实，一种乖离率被引入数据库。所有对冲基金数据库都忍受这一乖离率。

分开管理账户

(Separately managed account)

一个不属于诸如共同基金或对冲基金这些更大汇集账户的投资账户。

社会责任投资

(Socially responsible investment)

通过审查发行公司以选择出被认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有社会责任的某些公司的惯例，从而最终选择的部分股本投资。

非金钱佣金(Soft dollars)

参见定向经纪业务。

标准普尔指数 500

(Standard and Poor's 500)

美国最大的公司的股票价格的资本加权指数是 500。目前占全部美国公司总体资本的 70%多。

标准差(Standard deviation)

测量一组数据的变化或离散的统计方法；在投资中，是计算定期利润率变化或离散的方法，如日利润率或月利润率(即利润的浮动或变异)。

股票(Stock)

参见股本。

股票市场(Stock market)

任何一个进行股票买卖的市场。

种类配置(Style allocation)

通常是一份投资组合的股本成分在主要的股本资产类别中进行分配的百分比——总共是 100%。主要的股本资产类别有增值潜力大的股票、大面额股票、增值幅度小的股票、小面额股票。国际股票和新兴的市场股票；种类配置也能应用于债券和房地产类别。

残存偏差(Survivorship bias)

过去一段时间的投资基金数据库中的偏差，其存在是由于在那段时期后期不存在的基金数据在更早的时段未被包括进去。

TIPS(财政部通货膨胀保值证券)

由美国财政部发行的类似于普通政府债券的证券，不同之处在于它们的本金价值和利息是随着通货膨胀浮动起落的。

参见：http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/tips_glance.htm。

交易额(Trading volume)

每天交易的股票数。

交易成本(Trading cost)

买卖股票或债券的成本，包括经纪人佣金，也包括(特别是大的交易)因为交易本身朝着不利于买方或卖方的方向发展所带来的损失。

证券成交额(Turnover)

每年一份证券组合投资买卖的百分比。一般来说，"买入-持有"和消极管理的投资组合的成交额低，而积极管理的投资组合的成交额较高。

面额股票(Value stocks)

公司里价格-利润比率和价格-面值比率低的股票。

方差(Variance)

统计学上来讲，是标准差的平方；一种计算定期利润率变化的方法。

波动(Volatility)

定期利润率的变化性或浮动的程度，通常用标准差或方差进行统计测量，被看作是风险的代理人。

财富管理(Wealth management)

参见投资顾问。

电报房(Wirehouse or wire house)

根据以往的定义，它是一个公司，其分支办公室是由能够进行金融信息、研究和价格共享的通讯系统所连接的公司；通常被用于指称大的经纪公司。

返回佣金(Wrap fee)

投资顾问或财富管理公司对总投资资产所征收的单笔的一定比例的费用。声称是涵盖了所有的成本和开支(不过有时有些成本未涵盖，比如一种共同基金被推荐所需的佣金)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正在创造与巴菲特、索罗斯一样的股市传奇
他们是传统投资大师思想的成功实践者
又在缔造华尔街投资界新的经典
华尔街顶尖操盘手也在阅读他们的书

阅读股票新经典，获得财富大智慧

“这本书只有艾得西斯这样的内部人士才写得出来。主动型投资经理推销的复杂而昂贵的策略显然并不值那么多钱。这本书为我们每个人提供了简单有效的成功投资指南。”

——戴维·布斯，维度基金主席、总裁、首席执行官、首席投资官

“艾得西斯给了你简单明晰的建议，有助于你投资组合增值。这些建议明智而精确，建立在多年的个人经验之上。”

——乔治·科斯，顾问，分析软件先驱

具有投资行业35年经历的艾得西斯博士扔出了一枚重磅炸弹：投资咨询和管理行业是“带着华尔街的味道，披着麦迪逊大街的外衣”，“投资者雇用专业咨询师就可以在市场上胜出，赚到钱”永远是一个不可能实现的“弥天大谎”。

艾得西斯证明：没有一个专业投资咨询师的投资收益能持续稳定地超过市场均值，连沃伦·巴菲特也不可能。书中通过妙趣横生的叙述告知大家：投资者被投资大谎言愚弄得是如此之惨！此外，艾得西斯提出了聪明投资“新十诫”，使你在获利的同时，避免将辛苦赚到的钱再白白浪费在冒牌“投资专家”身上。

对于期望通过投资获得收益的任何人而言，此书都是一部不可不看的经典之作。

上架类别：投资　理财





中青文图书
投稿热线：010-65516894
购书热线：010-65516833/65518034
读者信箱：book-reader@cyb.com.cn
ISBN 978-7-5006-7622-5 定价：39.80元
www.antguy.com　www.cyb.com.cn